Nicht f. d. Austausch

Theorie und Praxis der Währungsausgleichfonds

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der
staatswissenschaftlichen Doktorwürde
bei der Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen
Fakultät der Universität Berlin

vorgelegt von
Fritz Nohr
Diplomvolkswirt, Niederlahnstein

—

Tag der Promotion: 13. November 1937

1937

Buch-, Stein- und Offsetdruckerei Fritz Nohr & Söhne KG. Oberlahnstein a. Rh.

J 52

Referenten:

Dozent Dr. Hans Heribert Hohlfeld
Professor Dr. Horst Jecht

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen lieben Eltern

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41535702_0126

Inhaltsübersicht

Seite

I. Kapitel: Währungs- und kredittheoretische Voraussetzungen der Währungsausgleichfonds 7

A. Voraussetzungen und Gründe zur Errichtung von Währungsausgleichfonds 9

1. Wirtschaftswandel und Währung 9
2. Aktive Konjunkturpolitik und Goldwährung . . . 10

B. Aufgaben und Ziele der Fonds 13

1. Ausschaltung und Kontrolle unerwünschter Kursschwankungen 13
2. Neutralisierung des ein- und ausströmenden Goldes . . 16
3. Sonstige Aufgaben der Währungsausgleichfonds . . 17

C. Notwendigkeit der Geheimhaltung der Fondstätigtkeit . 18

D. Die Mittel der Fonds 22

E. Die Arbeitsweise der Fonds 23

1. Gegenüberstellung der Auswirkungen eines Devisenanfalls unter der freien Goldwährung und unter der Fondspolitik 25

a. Anfall von Devisen aus aktiver Handels- und Dienstleistungsbilanz 25

b. Anfall von Devisen aus reiner Kapitalbewegung . 26

aa. Zustrom langfristiger Kapitalien 26

bb. Zustrom kurzfristiger Gelder 26

2. Binnenmarktpolitik des Fonds 29

a. Einbau langfristiger Kapitalien in das Kreditsystem . 29

b. Neutralisierung kurzfristiger Gelder 30

Seite

F. Anlagepolitik der Fonds 32
1. Umwandlung in Gold und dessen Sterilisierung . . 33
2. Kurzfristige Unterbringung bei ausländischen Banken oder Geldmärkten 33

G. Die Arbeitsfelder der Fonds 34

H. Anhaltspunkte des Fonds für seine Tätigkeit 35

I. Die Wirkungsgrenzen der Fonds 36

II. Kapitel: Die Währungsausgleichfonds in der Praxis . . 39

A. Gründe und Gegensätze der Pfund- und Dollarabwertung . 41

B. Der englische „Exchange Equalisation Account“ . . . 45
1. Gründe der Errichtung 46
2. Errichtung, Aufgabe und Mittelausstattung des Account . 47
3. Berechnungsversuche über die genaue Größe des Account 49
4. Account und Bank von England 51
5. Kurzfristiges Kapital und sein Einfluß auf die innere monetäre Situation 57
6. Die Tätigkeit des Account 58

C. Der amerikanische „Exchange Stabilisation Fund“ . . . 62
1. Die Entwicklung der kredit- und währungspolitischen Lage seit der Präsidentenwahl 1932 63
2. Die Konstituierung des Fund 66
3. Die Arbeitsweise des Fund und deren Auswirkungen bis 24. Dezember 1936 68
4. Strukturwandel des Währungsausgleichfonds . . . 69
5. Geldpolitik und Geldmarkt in den Vereinigten Staaten . 71
6. Die Tätigkeit des Fund 73

D. Andere Währungsausgleichfonds 76
1. Der niederländische „Egalisatiefonds“ 76
2. Der kanadische „Exchange Fund“ 78
3. Die Fonds Belgiens und der Schweiz 78
4. Der französische „Fonds de stabilisation des changes“ . 79
5. Der tschechische, der uruguayische und der argentinische Fonds 80

III. Schlußbetrachtung 81

Literaturverzeichnis 85

I. Kapitel

Währungs- und kredittheoretische Voraussetzungen der Währungsausgleichfonds.

A. Voraussetzungen und Gründe zur Errichtung von Währungsausgleichfonds.

1. Wirtschaftswandel und Währung.

Die Ideologien der „Laisez faire" hatten ein Währungssystem geboren, das auf die liberalistische Wirtschaftsauffassung zugeschnitten: Die reine Goldwährung. Das „freie Spiel der Kräfte" regelte automatisch den binnenländischen und zwischenstaatlichen Verkehr. Lediglich „Spielregeln" waren von den Organen der Währungspolitik zu befolgen. Alles andere besorgte der Goldmechanismus.[1]) Hierin lag die währungsmäßige Verkörperung des „ordre naturel" der Wirtschaft.

Im Rahmen dieser Wirtschaftsauffassung benötigte man keinen Währungsausgleichfonds, der Goldautomatismus glich ja aus. Ein Interventionsfonds hätte einen Gegensatz zur liberalistischen Wirtschaftsanschauung dargestellt. Er ist Ausdruck des dem Liberalismus entgegengesetzten Wirtschaftsbegriffes, der autonomen Staats- und Wirtschaftslenkung. Währungsausgleichfonds sind ein äußeres Zeichen des Strukturwandels des Wirtschaftssystems vom Automatismus zum Interventionismus.[2]) Der Begriff des Automatismus enthält ein bloßes Reagieren auf wirtschaftliche Gegebenheiten und kein Befehlen, dagegen bedeutet Interventionismus eine autonome Lenkung.

Dieses Gehorchen wurde durch das klassische System erzwungen. Entweder man gab dem inneren Druck des Mechanismus nach, oder es mußte zu empfindlichen Störungen im zwischenstaatlichen Verkehr führen; denn eigenmächtiges Vorgehen und zentrale Wirtschaftslenkung verstoßen gegen die „Grundgesetze" der liberalistischen Schule, in welcher der Grundsatz der „freien Konkurrenzwirtschaft" herrschte. Autonome Wirtschaftspolitik ist

1) D. Ricardo: Prinziples of Political Economy and Taxation. Chapter XXVII.
2) H. H. Hohlfeld: Der englische Währungsausgleichfonds. In: „Bankarchiv" 1936. Nr. 1, S. 8.

mit Goldwährung und klassischer Wirtschaftsverfassung unvereinbar. Sehen wir es an einem Beispiel: Wollte die Zentralbank bei einströmendem Golde das Preisniveau halten und die Ausfuhr in gleichem Maße ermöglichen, mußte sie in den Goldmechanismus eingreifen und die Wirkungen des Goldes,[3]) wie Veränderung des Kreditvolumens usf., neutralisieren. Das Wiederausströmen des Goldes wurde verhindert und neues Gold floß zu, da die Goldbewegungen durch diese Eingriffe ohne Einfluß auf den Preisspiegel und damit auf die Erzeugungsverhältnisse und Warenbewegungen blieb. Der autonome Eingriff der Zentralbank in den Goldautomatismus rief zwischenstaatliche Störungen hervor. Man sah infolge Währungslenkung ständigen Goldzustrom auf der einen Seite und Goldabfluß mit den üblichen Wirkungen auf den Wirtschaftskörper auf der anderen Seite. M. a. W. der Goldautomatismus versagte bei einem Eingriff in den Währungsmechanismus, weil die regelnde Kraft der freien Wirtschaft nicht mehr vorhanden war. So können wir feststellen: Goldwährung und Liberalismus bedingen sich gegenseitig; goldgebundene Währung ist die Anwendung der klassischen Prinzipien auf das Geldwesen.[4]) Damit ist in weiterem Sinne festgestellt, daß Geldsytem und Wirtschaftsverfassung gleichartig sein müssen.

Praktisch hat der Automatismus der Goldwährung mit seiner Ausgleichskraft in der ausgeglichenen Weltwirtschaft vor dem Kriege seine Aufgaben befriedigend erfüllt,[5]) wenn auch die Goldpolitik der Zentralbanken aus politischen und allgemeinen Prestigegründen die freie Auswirkung der Goldbewegung auf die Preise und Produktion im Sinne verstärkter Goldhortung zu beeinflussen suchte. Darin lag schon eine Durchbrechung des Prinzips, die freilich so lange nur ein leichtes Abweichen vom Goldmechanismus darstellte, wie die Paritäten aufrecht erhalten und beachtet wurden. Daß der Goldautomatismus ausreichend arbeitete, war letzten Endes durch Voraussetzungen gewährleistet, die nach dem Kriege nicht mehr vorhanden waren und deren Wegfall zu einem „Versagen" der Goldwährung führen mußte.

2. Aktive Konjunkturpolitik und Goldwährung.

Die Goldwährung besaß unbestritten den Vorzug, die Wechselkurse innerhalb der Goldwährungsländer stabil zu erhalten und die

---

3) Gold hier nicht nur als Zahlungsmittel, sondern auch als Notendeckung gesehen.

4) Fr. Lutz: Goldwährung und Wirtschaftsordnung. In: Weltwirtschaftliches Archiv. 41. Bd. 1935 I S. 245.

5) Man könnte einwenden, daß gerade in England, der Geburtsstätte der Goldwährung, große Krisen, wie 1847 (Eisenbahnkrise), 1857 (Sanderson-Krise) und 1866 Overend-Gurney-Krise) entstanden sind. Hier liegt m. E. nicht die Ursache in der Goldwährung selbst, sondern in der mißbräuchlichen Anwendung der Goldwährung.

Währungssysteme dieser Länder im Rahmen der Goldpunkte zu einem festen Währungssystem zu verbinden. Der Vorzug der Stabilität mußte mit dem sehr hohen Preise der Fesselung der inneren Konjunkturpolitik an die Konjunkturlage fremder Länder erkauft werden. Dieser Zustand förderte die Entwicklung eines Mißverhältnisses, das sich aus dem Zwiespalt zwischen autonomer Konjunkturpolitik und internationaler Verknüpfung und Abhängigkeit ergab. Keynes hat in seinen zahlreichen Schriften die Problematik dieser Gegensätzlichkeit erörtert, was zu den stärksten Einwendungen gegen die Goldwährung führte und den Gedanken allgemein bekannt machte, daß die Politik der Stabilisierung der Wechselkurse sich gegenseitig ausschließe. Im Interesse des Landes sei der Ersteren Vorzug zu geben.

Die Aufgabe der Währungspolitik hat sich geändert. Sie beschränkt sich nicht mehr auf Schutz und Erhaltung des Geldsystems. Ihr Aufgabenbereich wurde ausgedehnt. Diese Erweiterung ergibt sich aus der Tatsache, daß der Automatismus der Goldwährung nicht mehr besteht, er also durch bewußtes Eingreifen der Währungsorgane ersetzt werden muß. Daher geht heute die Währungspolitik über den Rahmen der früheren mechanischen Regelung hinaus. Ihre Ausrichtung an den staatlichen Zielen verlangt eine Anpassung an die Erfordernisse der Wirtschaft, bezw. eine Beeinflussung derselben. Sie kann sich in den Dienst der Konjunkturpolitik stellen und Preis und Produktion beeinflussen. Sehr oft werden diese Bemühungen den entsprechenden Anstrengungen anderer Länder zuwiderlaufen, und die zwischenstaatlichen Spannungen, die sich daraus ergeben, drücken sich in den Wechselkursen aus. So entsteht die Aufgabe der Stabilisierung der Wechselkurse, besonders bei den Ländern, die ihre Währung vom Golde gelöst haben.

Daher wird heute der Versuch gemacht, Preisniveau und Wechselkurs zu festigen, indem man Organe einschaltet, die den Wechselkurs ausrichten und durch ihre Tätigkeit eine autonome Konjunkturpolitik im Rahmen der staatlichen Ziele, unabhängig von der Konjunkturlage der Welt, verwirklichen. Es hat den Anschein, als hätten die Währungsbehörden die Ueberzeugung gewonnen, daß die heute stark geförderte Politik fortgesetzter Wechselkursschwankungen, daß das „Flatternlassen" der Wechselkurse[6]) psychische Gesamtreaktionen auslöst, die eher konjunkturhindernd, als -fördernd wirken. Die heftigen Bewegungen der Wechselkurse drückten den zwischenstaatlichen Kapitalverkehr auf das geringste

[6]) F. D. Graham bagatellisiert in geschickter Weise die Bedeutung stabiler Wechselkurse in einem Aufsatz „Fluctuation exchange rates, foreign trade, and price level", der in der „American Economic Review", September 1934 erschienen ist.

Maß herab und auch eine Verknüpfung der Anleihen mit dem Golde war kein sicherer Ausweg mehr, seitdem die Heiligkeit der Verträge allenthalben mißachtet wurde. Es nimmt nicht Wunder, daß nur noch kurzfristige Gelder in zunehmendem Maße den Standort wechselten und dadurch die Währungswirren vergrößerten. Da hieß es durch Bereithaltung genügend großer Transferreserven Vorsorge treffen, um die durch kurzfristige Kapitalien hervorgerufenen Wechselkursschwankungen beseitigen zu können. Dieses Ueberwachungssystem erhielt erst nach der Aufgabe der festen Relationen zwischen den Währungen seine volle Geltung. Der Außenwert der Währung kann nach den Richtlinien der Währungszentrale weitgehend geändert werden, ohne die innere Wirtschaftspolitik zu stören.

Zu dieser willkürlichen Beeinflussung des äußeren Geldwertes müssen der Währungsführung, um Angebots- und Nachfrageverhältnisse gemäß den staatlichen Zielen ändern zu können, neben den althergebrachten Mitteln der Diskontpolitik und der „offenen Marktpolitik" ausreichende Mittel zur Verfügung stehen. Darüber hinaus besitzt heute die Währungszentrale einiger Länder zur Bestimmung der Wechselkurse einen meist gesondert verwalteten Operationsfonds, der ein bemerkenswertes Beispiel[7]) bewußter Vorsorge ist.

Durch die Einführung eines Währungsausgleichfonds wird in gewissem Sinne der Devisenmarkt vom Geldmarkt getrennt.[8]) Der Ausgleichfonds überwacht den Devisenmarkt. Das heißt jedoch nicht, daß der Fonds keinen Einfluß auf den Geldmarkt haben könnte. Im Gegenteil! Die von der Währungspolitik geschiedene Kreditpolitik wird durch Zusammenarbeit der Banken mit dem Fonds wieder mit der Währung in Berührung gebracht. Währung und Kreditpolitik werden jedoch nicht mehr zwangsläufig miteinander verkettet, sondern es besteht eine gewollte lockere Verbindung, die es dem Staate erlaubt, die Kreditpolitik nach seinem Ermessen zu regeln, ohne auf fremde Einflüsse achten zu müssen.

Obwohl die in Richtung eines Primates der Politik über die Wirtschaft laufende Entwicklung nur die Konsequenz einer staatlich geleiteten Notenbank zuläßt, kann die Einrichtung von Währungsausgleichfonds innerhalb oder außerhalb der Notenbanken erfolgen. Doch bei einer Eingliederung in die Notenbank führt sie die Geschäfte meist nicht auf eigene Rechnung, sondern sie tritt als Unterhändler des Staates auf. Eine Beeinflussung der Währung, die ohne Rücksicht auf die entstehenden Gewinne oder Verluste vorgenommen werden muß, kann nicht von einer privatwirtschaftlich organisierten Zentralbank durchgeführt werden, weil es den Aktionären

7) Japans Beispiel zeigt, daß dies nicht unbedingt notwendig ist.

8) J. v. Galen: Egalisatiefonds en Geldmarkt. In: Economisch-Statistische Berichten. Rotterdam 1936. 4. November S. 796

eines solchen Bankinstitutes nicht zugemutet werden kann, die Kosten derartiger Interventionen zu tragen. Die Sorge für die Währung ist eine gemeinnützige Aufgabe,[9]) und es ist richtig, daß der Staat die Risiken der oft umfangreichen Interventionen übernehmen muß. Welche Bedeutung dem Risikomoment zukommt, geht aus dem Umstande hervor, daß die währungspolitische Orientierungsnorm nicht berechnet werden kann, sondern geschätzt werden muß. Falsche Schätzungen können große Verluste hervorrufen. Ebenso werden Einbußen bei anormalen Kursbewegungen unvermeidlich sein.[10]) Die Lösung dieses Problems war daher die Uebertragung der Währungslenkung von der Zentralbank auf eine staatliche Stelle, auf einen Währungsausgleichfonds. Damit fällt die für die Währungspolitik verantwortliche Stelle des Staates souverän die Entscheidung, wann und wo der Fonds zur Kursregulierung eingesetzt wird. Auch politische Erwägungen werden für die Kursregulierung bestimmend.

B. Aufgaben und Ziele der Fonds.

1. Ausschaltung und Kontrolle unerwünschter Kursschwankungen.

Wie bereits angedeutet, haben die ständigen Veränderungen auf wirtschaftlichen, politischen und monetären Gebieten unter dem Druck der Verhältnisse einen Funktionswandel des Finanzkapitals hervorgerufen, der die Bildung des internationalen Fluchtkapitals zur Folge hatte. Seine Größe wurde 1934 von der Bank für internationalen Zahlungsausgleich[11]) noch auf 29—30 Milliarden Schweizer Franken geschätzt.

Aus diesem Gesamtbestand bricht bald hier, bald dort ein Schwarm von Forderungen auf, um beunruhigt durch politische und währungspolitische Ereignisse von Geldmarkt zu Geldmarkt zu wandern.

Es ist schwierig, zwischen „legitimer Kapitalbewegung" und „Kapitalflucht" eine Unterscheidung zu treffen. Die Gründe dafür liegen in der Flüssigkeit der Substanz und der Vielheit der Uebertragungstechniken. Die Bestimmungsmaße sind wohl mehr oder weniger „psychologischer" Natur.[12]) Wenn hier von spekulativen Einflüssen gesprochen wird, so sind damit nicht rein kaufmännische Sicherungsgeschäfte gemeint. Es ist klar, daß man dem Kaufmann in

9) G. M. V. Stuart: Währungsausgleichfonds. In: Amsterdamsche Bank N. V. Januar 1937.
10) Richter-Altschäffer: Der Währungsausgleichfonds. In: Währung und Wirtschaft. Berlin. Februar 1934. S. 24.
11) Bank für internationalen Zahlungsausgleich. Nr. 6 1935/36. S. 37.
12) Franz Bargen: Fluchtkapital und Kapitalflucht. In: Wirtschaftsdienst. 1937. S. 153.

den Ländern mit freiem Devisenverkehr beim Kauf von Rohstoffen aus dem Ausland und Verkauf von Fertigwaren in andere Staaten alle Möglichkeiten der Risikoausschaltung lassen muß. Devisenterminkauf oder -verkauf müssen ihm die notwendige Sicherheit gegen die Kursschwankungen verschaffen, da ihm sonst jede Kalkulation unmöglich gemacht würde. Diese üblichen Devisenterminggeschäfte haben nichts mit jener Spekulation zu tun, die ständig als Ursache anormaler Währungsschwankungen zu beobachten ist. Hier handelt es sich nicht um Devisengeschäfte, die ihren Ursprung in den Handelsbedürfnissen finden, sondern um ein „Spiel" in Devisen.[13])

Nur ein Teil der kurzfristigen Fluchtkapitalien betätigt sich in der eigentlichen Devisenkursspekulation. Ein sehr großer Teil dieser Gelder stellt beschäftigungsloses Kapital dar, das auf die geringsten Anzeichen einer Währungsgefährdung durch Kapitalflucht reagiert. Ihrer Herkunft nach lassen sich die kurzfristigen Gelder in drei Gruppen einteilen.[14]) Die erste umfaßt solche, die zur Ausnutzung einer Zinsdifferenz an einem Platze gehalten werden, die zweite ist die „spekulative", die den Vorteil der Währungsschwankungen ausnutzt, und die dritte stellt die „finanzielle" Gruppe dar, welche Sicherheit gegen die Währungsmaßnahmen in der Heimat sucht.

Für eine Volkswirtschaft sind diese umherirrenden kurzfristigen Kapitalien „bad money", d. h. die Gefahren, die sie mit sich bringen, geben ihnen erst diesen Namen. Es sind Gelder, auf die ein Anspruch durch eigene Leistung nicht entstanden ist. Sie zwingen den Kreditapparat und die Währungsbehörden zu einer weitgehenden Bereitschaft und unbequemen Rücksichtnahme — unbequem deshalb, weil man sich die heimische Wirtschaftspolitik nicht von außen her beeinflussen lassen will. Ist der Währungsapparat nicht in der Lage, die oft riesigen Summen in fremde Währungen umzuwandeln, so sind heftige Schwankungen auf dem Devisenmarkte die unausbleibliche Folge, und es muß zu empfindlichen Störungen der Gesamtwirtschaft kommen. Dies ist die Lage, die eine Abkehr von den Grundsätzen des „Laissez-faire" rechtfertigt, denn es geht nicht an, daß umfangreiche Kapitalanteile aus Wertsicherungs- oder Spekulationsgründen die Freiheit haben sollen, in einer Welt hin und her zu strömen, der noch die Voraussetzungen für eine derartige Belastung fehlen.

Gegen diese heftigen Schwankungen, die durch die sprunghaften Kapitalbewegungen hervorgerufen wurden, war ein Gegengewicht erforderlich, das in der Lage war, „to neutralise violent fluctuations

13) Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre. In: Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute. Leipzig 1932. S. 296.

14) Midland Bank: The ebb and flow of international short-term funds. Mai/Juni, London, 1935.

in the rates and incidentally so as to discourage speculation"[15]) oder wie Castéja sagt, „arrêter une spéculation trop vive sur la dévise".[16])

Hier setzt die kontrollierende Aufgabe [17]) der Währungsausgleichfonds ein, deren primäre Funktion in der Ausschaltung unerwünschter Kursschwankungen liegt, die durch Spekulation und Kapitalflucht hervorgerufen werden können. Es ist häufig darauf hingewiesen worden, daß die Fonds nur die anormalen, durch spekulative Einsätze hervorgerufenen Schwankungen unterdrücken und die kleinen Bewegungen, die sich aus den zahlreichen unwägbaren Faktoren der täglichen Devisenkursbildung ergeben, ausgleichen sollten. Den sich aus den natürlichen Gründen ergebenden Kursschwankungen sei dagegen freier Lauf zu lassen. Es ist der Sinn der Begrenzung der Mittel der Fonds, nach deren Erschöpfung automatisch den Weg freizugeben und die Währung zu zwingen „to find its own level".

Dennoch sind die Fonds häufig von diesem Prinzip abgewichen. Man hat des öfteren mit ungewöhnlich großen Beträgen gearbeitet, um die Bewegung der Kurse in mäßigen Grenzen zu halten. Zeitweise wurden alle Kräfte freigemacht, um sich einem anhaltenden, außergewöhnlichen Druck entgegenzustemmen, der augenscheinlich aus politischen Gründen auf die Währung ausgeübt wurde.[18]) Hier lautet der Auftrag auf „plein pouvier".

Innerhalb eines Systems schwankender Währungen ohne feste Relationen zum Gold besteht die zwingende Notwendigkeit, die Beweglichkeit des Außenwertes zu begrenzen, da die Kursausschläge nicht durch Goldpunkte annähernd gehemmt werden. Ist eine solche Begrenzung durch eine feste Kursrelation gegeben, dann handelt es sich darum, einen bestimmten Kurs einzuhalten und möglichst das Verhältnis der heimischen Währung zu den fremden Währungen zu stabilisieren.

Die Aufgabe der Fonds ist daher, Ausschaltung grober Kursbewegungen, ferner solcher Einflüsse auf den Wechselkurs, die ihrem Wesen nach vorübergehenden Charakter tragen, und vor allem der Einflüsse von Vorgängen, die mit Umkehrungstendenz (Kapitalflucht) behaftet sind, oder deren Charakter die Benutzung des Kapitals für außerwirtschaftliche, namentlich politische Zwecke erkennen läßt.[19])

---

15) Norman Crump: The Development of Exchange Funds. In: Lloyds Bank Limited Monthley Review. London. Januar 1937. S. 5

16) Betrand de Castéja: La Hollande et sa Monnaie. In: Journal des Economistes. Paris, Januar/Februar 1937. S. 18.

17) Vgl. Erwin Kuffler: Die Aufgaben der Währungsausgleichfonds. In: Oesterreichische Zeitschrift für Bankwesen. 1936. Nr. 7/8. S. 205 ff.

18) Im Zuge der Frankenstützung mußte sich z. B. der englische Account im Sommer und Herbst 1936 sogar unter Einsatz der Bank von England einem politischen Druck auf das Pfund entgegenstemmen.

19) Richter-Altschäffer: a. a. O. S. 24.

2. Neutralisierung des ein- und ausströmenden Goldes.

Neben der Kursregulierung gilt es, die Wirkung der ein- und ausströmenden kurzfristigen Kapitalien auf das interne Kreditsystem zu neutralisieren. Das Ein- und Ausströmen der kurfristigen Gelder stört letztlich nicht allein den Devisenkurs. Ihre Anlage als Depositen bei den Banken kann die Flüssigkeit des Geldmarktes bald fördern, bald beeinträchtigen. Inflatorische oder deflatorische Wirkungen entstehen. Die Unberechenbarkeit und Unstetigkeit solcher sofort fälligen Bankguthaben birgt große Gefahren für die Konjunkturpolitik des Landes in sich. Sie rufen beim Einströmen eine Kreditausweitung hervor, die durch plötzlichen Abzug einen empfindlichen Rückschlag erleiden muß.

Die Neutralisierung der zufließenden Gelder wird in der Weise vorgenommen, daß die Fonds in der Regel sowohl auf dem Devisenmarkt, als auch auf dem Geldmarkt eingreifen. Auf dem Devisenmarkt nehmen die Fonds die über die Banken einströmenden Gelder auf, und auf dem Geldmarkt beschaffen sie sich die Mittel dazu.

England und Holland verfolgten von allem Anfang an diese Politik der Neutralisierung inflationistischer, bezw deflationistischer Auswirkungen auf die Kreditmärkte.

In England nimmt der Account auf dem Devisenmarkt die einströmenden Gelder auf, zu deren Bezahlung er sich durch Schatzwechselverkauf die Mittel beschafft. Das Volumen des Geldmarktes verringert sich um die Summe des Devisenkaufs, bezw. es tritt infolge der Barreservenhaltung der Joint Stock Banken eine Verknappung ein.[20])

Auch Holland gleicht den Kapitalzufluß durch Schatzwechselverkauf aus. Es überträgt jedoch das zugeflossene Gold meist an die Nederlandsche Bank, sodaß von dieser Seite her wesentliche Aenderungen in der Gestaltung des Geldmarktes eintreten.

Die Vereinigten Staaten entschlossen sich erst Ende 1936 zur Politik der Neutralisierung, nachdem man den als verfehlt erkannten Aufbau des amerikanischen Fonds geändert hatte. Die Ueberschußreserven der Federal Reserve Banken betrugen mehr als 3 Milliarden Dollar. Diese Reserven bildeten eine Kreditgrundlage für ein Depositenvolumen von über 20 Milliarden Dollar, die eine wachsende Inflationsgefahr in sich trug. In den Vereinigten Staaten werden die zugeflossenen Gelder neutralisiert, indem der amerikanische Fonds Gold und Devisen gegen bares Geld ankauft, das er sich durch Ausgaben von Schuldverschreibungen verschafft. Jedem Zuwachs des Geldangebotes aus der Goldeinfuhr entspricht eine gleich hohe Belastung des Geldmarktes.[21])

20) Ausführliche Darstellung Seite 57 ff.
21) Ausführliche Darstellung Seite 69 ff.

Beim Rückfluß des Kapitals in das Ausland findet der Kreislauf in entgegengesetzter Richtung statt.

3. Sonstige Aufgaben der Währungsausgleichfonds.

Neben den bisher dargestellten Aufgaben können die Fonds noch eine Reihe weiterer Ziele verfolgen. Sie bilden u. a. eine Stütze der Konjunkturpolitik. Die Anregung der Wirtschaft durch die Fonds ist von zwei Seiten her möglich. Einmal hinsichtlich der Gestaltung der Wechselkurse im Sinne einer Ueber- oder Unterbewertung der Währung oder der besonderen Pflege eines bestimmten Kursverhältnisses. Zweitens sind die Fonds in der Lage, durch zweckentsprechenden Einbau des zuströmenden Kapitals konjunkturfördernd oder -hemmend zu wirken.

Nur in feinen Linien zeichnet sich die Aufgabe der Errichtung eines internationalen Währungssystems ab, in dem das Gold auch weiterhin eine überragende Rolle als Wertstandard und als Substrat der Ausgleichsbewegung spielt.[22]) Das „Sechser"-Abkommen[23]) und die Bereitschaftserklärungen Roosevelts für eine internationale Solidarität auf monetärem Gebiet durch das Angebot von Goldkrediten, sowie die häufigen Stützungsversuche der Fonds untereinander beweisen, daß man den Währungsausgleichfonds nicht nur naheliegende Aufgaben zugedacht hat. Zunächst beschränken sich die Fonds darauf, die Voraussetzungen hierzu durch Herbeiführung eines normalen Wertes der Währung zu schaffen. Der Aufbau eines neuen internationalen Währungssystems steht noch in weiter Ferne. Vorerst begnügt man sich mit einem „conventioneelen standaard" (Vertragsstandard)[24]), der im „Sechser"-Abkommen seine lockere Bestätigung gefunden hat.

Im Vorhergehenden ist bisher nur die wirtschaftliche und nicht die machtpolitische Zielrichtung der Fonds beleuchtet worden. Diese können nicht allein zur Stützung fremder Währungen, sondern auch für deren Erschütterung dienstbar gemacht werden, je nachdem es die Außen- oder Wirtschaftspolitik des Landes erfor-

22) Vgl. The Statist. London. 7. November 1936. S. 3.

23) Am 25. September 1936 schlossen die Staaten: England, Vereinigte Staaten und Frankreich ein Dreierabkommen mit der Zielsetzung, „ein möglichstes Gleichgewicht auf dem Wechselkursmarkt beizubehalten" und eine „koordinierte Währungspolitik" zu betreiben. Diesem Abkommen schlossen sich später Belgien, Holland und die Schweiz an. Der Text des Abkommens wurde im Report Nr. 12, House of Representatives, Washington und auch in der Veröffentlichung Nr. C. 378 M 249, 1936, II. B des Völkerbundes zum Abdruck gebracht. Eine deutsche Uebersetzung finden wir im Bericht Nr. 6/1936 des Schweizer Bankvereins, Basel.)

24) J. van Galen: Gouden Standaard of conventioneele standaard. In: Econom.-Statist. Berichten, Rotterdam. 1936. S. 778/779.
Siehe auch Paish, der in der „Europe Nouvelle" vom 31. 10. 1936 darauf weist, daß man einen neuen Goldstandard, einen „Kursvertrags- oder Ausgleichsfondsstandard" geschaffen habe

dert.[25]) Die geheime Arbeitsweise der Fonds erleichtert in jeder Weise die Durchführung derartiger Bestrebungen, besonders wenn man berücksichtigt, daß mächtige Ausgleichfonds die Währungs- und Wirtschaftsstetigkeit schwächerer Länder in hohem Maße ungünstig beeinflussen können. Starke Fonds sind in der Lage, schwächere Länder im Falle einsetzender Kapitalflucht durch Interventionen auf dem Markte zu stützen, indem sie deren Währung zum alten Kurs aufkaufen und dadurch eine Stabilität und unter Umständen sogar eine Rückkehr des Vertrauens zur Währung erzielen.

In den Ländern mit vom Gold gelöster Währung ergeben sich, wie das Beispiel Englands und Hollands zeigt, besondere — jedoch weniger wichtige — Aufgaben für den Fonds. In diesen Ländern muß der Fonds die buchmäßigen transitorischen Gewinne oder Verluste übernehmen, die der Zentralbank durch Gold- und Devisenankauf und -verkauf erwachsen. Bei einer zukünftigen Neubewertung der Goldbestände werden diese Gewinne oder Verluste dem entstandenen Buchgewinn zugerechnet oder abgezogen.

C. Die Notwendigkeit der Geheimhaltung der Fondstätigkeit.

Die zielsichere Durchführung der Aufgaben und die Beschränkung eines Störungseinflusses von außen bedingt die vollkommene Geheimhaltung der Höhe und der Art der staatlichen Eingriffe auf den Geld- und Devisenmärkten, wie auch aller sonstigen Umstände, die mit der Fondstätigkeit in Zusammenhang stehen. So ist der Hauptwesensunterschied zwischen der Tätigkeit der Devisenausgleichfonds und der Devisenpolitik die völlige, oder beinahe völlige Geheimhaltung der Operationen, sowie der hieraus resultierenden Gold- und Devisenbewegungen. Die Verschwiegenheit gehört zum Wesen der Fonds. Sie ist die „idée fondamentale“[26])

Daran ändert nichts die Tatsache, daß England nunmehr Halbjahresausweise veröffentlicht, die den Status für den drei Monate zurückliegenden Zeitpunkt bekannt geben. Der Gold- und Devisenspekulation fehlen nach wie vor rechtzeitige Hinweise für ihre Spekulationszwecke.

25) Vgl. Lufft: Das System der Währungsausgleichfonds. In: Deutsche Wirtschaftszeitung. 30. Jahrg. Nr. 34.

26) L'idée fondamentale des fonds d'égalisation. In: L'Echo de la Bourse. Paris. 16. Februar 1937.

Zwar gab es und gibt es auch heute noch Mittel und Wege, Geld- und Devisenbestände der Notenbank nicht in ihrer vollen Höhe auszuweisen; aber immerhin ließen sich die Devisenbewegungen im Großen und Ganzen erkennen. Erst recht war die Höhe der jeweiligen Goldbewegungen bekannt.

Der ausschlaggebende Grund der Geheimhaltung liegt darin, der Spekulation den Anreiz zu größeren Kapitaltransaktionen zu nehmen und sie in Schach zu halten.[27]) Dies kann nur erreicht werden, wenn dem Fonds nicht ständig Mittel in Höhe seiner Inanspruchnahme zugewiesen werden oder seine Interventionen nicht buchmäßig als Ein- oder Ausgaben erfaßt und bekannt gemacht werden. Die Spekulation ist daher nie in der Lage, irgendeine Tendenz den Ausweisen zu entnehmen und, daraus schließend, Hausse- oder Baisse-Positionen aufzubauen. Unangenehm könnte die Lage bei Offenlegung der Währungsausgleichfonds werden, wenn eine weitgehende Erschöpfung der Fondsbestände ersichtlich würde, wie es beispielsweise im November 1932 bei dem englischen Account der Fall war.[28]) Welche Verwirrung riefe es auf von den Fonds überwachten Geldmärkten hervor, wenn bekannt würde, daß die Aufnahmefähigkeit der Fonds nicht mehr groß ist. Durch Breitenangriffe der Spekulation wäre es in solchen Fällen leicht, die Interventionskraft der Fonds zu lähmen und das sich ergebende Hochschnellen der Devisenkurse unterbewerteter Währungen zu außergewöhnlichen spekulativen Investitionen auszunutzen. Die völlige Unkenntnis, wann, wie, wo und in welchem Ausmaße die Fonds intervenieren, muß also die Spekulation abhalten, größere Beträge einzusetzen, besonders, weil von ihr versuchte Kapitaleinsätze meistens erkannt und durch den Fonds rechtzeitig neutralisiert werden. Die Geheimhaltung bietet außerdem den Vorteil, mit geringen Mitteln operieren zu können und den Außenstehenden in Unkenntnis darüber zu lassen, ob eine Schwäche oder Stärke der Devise auf natürliche Faktoren oder auf Eingriffe des Fonds zurückzuführen ist.

Eine Reihe weiterer Umstände[29]) erhöht die Undurchsichtigkeit der Fonds-Maßnahmen. Für den amerikanischen Fund tritt z. B. die Federal Reserve Bank in New York und für den englischen Account die Bank von England als Agent auf den Märkten auf,[30]) und ihre Interventionen bzw. Käufe und Verkäufe von Schatzwechseln auf dem Binnenmarkt und Gold und Devisen auf den internationalen Märkten zeigen in keiner Weise an, für wessen Rechnung die Umsätze ausgeführt werden. Dazu tritt eine weitere Schwierigkeit. Bei

---

27) Einzig: The comedy of the Pound. London 1933. S. 18.

28) The Economist. The Exchange Equalisation Account. 1934. S. 461.

29) H. H. Hohlfeld: Der englische Währungsausgleichfonds. In: Bankarchiv. 1936. Nr. 2 S. 39.

30) In Holland, Frankreich und Schweiz ist der Fonds in die Zentralbank eingegliedert.

der engen Zusammenarbeit der Notenbanken des „Sechser"-Abkommens werden die Eingriffe auf den Märkten noch unklarer. Man weiß beispielsweise nie, ob die Francs, die auf dem englischen Markt durch die Bank von Frankreich angeboten werden, tatsächlich Interventionsmittel des französischen Fonds sind, oder ob dieser nicht im englischen oder amerikanischen Auftrag handelt.

Durch die Geheimhaltung entsteht eine Reihe von Fragen und Einwendungen: Ist die Bekanntgabe der Dotierungen der Fonds nicht schon eine Durchbrechung des Schweig-Prinzips? Einzig[31]) bejaht es und glaubt, daß diese bedeutende Information, welche von den maßgeblichen Persönlichkeiten in großzügiger Weise zur Kenntnis der Spekulanten gelangt ist, die „the puplicity or secrecy surrounding details of the orperations of the fund" zu einer „question of no significance" stempeln. Es ist aber wohl so, daß gerade die Einzelheiten der Fondstätigkeit, wie Höhe und Art der eingesetzten Mittel, den Spekulanten interessieren und weniger dessen Dotierung, die derart hoch ist, daß wohl in keinem Falle die Spekulation in der Lage sein würde, allein mit ihren Mitteln einen Fonds in Verlegenheit zu bringen.

Der Economist[32]) der sich in erster Zeit gar nicht mit dem englischen Account abfinden konnte, schreibt: „Wir mißgönnen den leitenden Stellen nicht eine Waffe, die sie mit Nutzen anwenden können, um den Weg der Spekulanten zu erschweren. Jedoch dürfte die Geheimhaltung der gesamten Gold- und Devisenbestände . . . eher die Spekulation anregen, als abschwächen. Die Politik der Geheimhaltung bringt größere Gefahren mit sich als die Offenlegung. Politik des Mysteriums untergräbt das Vertrauen." „Zentralbanken sind öffentliche Anstalten mit öffentlicher Verantwortlichkeit und es ist unrecht, die Devisentransaktionen zum Nachteil der Devisenkäufer und -verkäufer geheim durchzuführen." Aus diesen Worten spricht der Egoismus einer Welt, die sich ganz in den Gedankengängen des Liberalismus bewegt. Man hat noch nicht begriffen, daß sich eine Abkehr vom Automatismus vollzogen hat und der Staat heute in der Rangordnung der Ziele an erster Stelle steht. Ihm und damit der Gesamtwirtschaft gebührt der Primat und nicht einem selbstsüchtigen Kreis von Menschen, für die das Gewinnstreben das Ausschlaggebende ist. Wie sich die Aufgaben der Banken gegenüber der Vorkriegszeit grundlegend geändert haben, wie dort ein Wandel vom automatischen Reagieren zum aktiven Handeln als Instrument zur Erfüllung volkswirtschaftlicher Aufgaben eingetreten ist, so müssen sich die Finanzkreise diesem Wandel unterordnen und ihre Spekulation im

31) P. Einzig: a. a. O. S. 90

32) The Economist. The Exchange Fund. London 1932. S. 902.

Interesse der Gesamtwirtschaft unterlassen bzw. sie werden durch die Geheimhaltung der Fonds dazu gezwungen.

Dieser Tatsache muß sich letztlich auch Keynes[33]) unterordnen, der glaubt, daß Geheimhaltung ein schwerer Fehler sei. Zwar ist die Goldbewegung unter „normalen" Verhältnissen ein wirtschaftlicher Gradmesser von großer Wichtigkeit, aber eben nur unter normalen Verhältnissen. Man muß berücksichtigen, daß der Fonds letzten Endes auch geheim arbeiten muß, um die Angriffe fremder Staaten auf die heimische Währung abzuwenden. Gerade der außerwirtschaftliche Gebrauch der Devisen und des Goldes läßt eine Geheimhaltung gerechtfertigt erscheinen. War es nicht die außerwirtschaftliche Verwendung von Zahlungsmitteln, die die Währungswirren herbeiführte? Die Einrichtung der Fonds ist eine Notmaßnahme und es ist nicht gesagt, daß „no sound international exchange policy can be built up on secrecy"[34])

Das Stillschweigen über die Fondseingriffe auf den internationalen Märkten wurde mit wenigen Ausnahmen immer gewahrt. Beispielsweise wurden die kurzen Interventionen der Federal Reserve Bank von New York als Agent des Schatzamtes zugunsten der belgischen Währung im Herbst 1934, wie auch der Einsatz der Stabilisierungsfonds gegen die vor dem Goldklauselprozeß beobachtete Hausse des Dollars, erst im Jahresbericht der Federal Reserve Bank von New York[35]) bekanntgegeben. Lediglich die im Herbst 1936 durchgeführte Intervention des amerikanischen Fund, als die Sowjetunion eine Million Pfund Sterling auf den amerikanischen Markt warf, wurde sofort der Oeffentlichkeit mitgeteilt. Man behauptete, einen politischen Angriff der Sowjetunion auf das Pfund abgewehrt zu haben. In Wirklichkeit wäre das Pfund augenblicklich stark gesunken, zum Nachteil des amerikanischen Dollars und zum Vorteil des englischen Pfundes — für England eine erwünschte, für die Vereinigten Staaten eine unerwünschte Maßnahme.

Von dieser Ausnahme abgesehen hat das Schatzamt den Wünschen amerikanische Finanzkreise nach größerer Offenlegung der Fondtätigkeit nie Rechnung getragen, wie es auch nie zu Kritiken und Anfragen öffentlich Stellung genommen hat. Es ist eben „present policy of the treausury not to give out detailed information in regard to the use of the exchange stabilisation fund".[36])

Dieses Verhalten können wir in allen Ländern beobachten, wo seitens der Währungsausgleichfonds Manipulationen der Währung vorgenommen werden. So ist das englische Parlament außerhalb der

---

33) Keynes: The Future of the Foreign Exchanges. In: Lloyds Bank Limited Monthley Review. London. Oktober 1935.

34) ders. a. a. O.

35) Jahresbericht der Federal Reserve Bank 1935.

36) Antwort des Treasury Departments auf eine Anfrage des Verfassers.

internen Besprechungen nie auf Kritiken über die Arbeitsweise des Account eingegangen. In Holland wird die Geheimhaltung in derart starkem Maße geübt, daß wir nicht einmal Angaben über die Goldbewegung des Landes in den Handelsstatistiken finden.

D. Die Mittel des Fonds

Um eine ausgleichende Tätigkeit ausüben zu können, müssen die Währungsausgleichfonds mit Mitteln in dem Maße ausgerüstet sein, wie sie zu Interventionen notwendig sind.

Besteht Nachfrage nach eigener Währung, hat der Kurs der Währung steigende Tendenz, müssen eigene Noten zur Befriedigung der Nachfrage vorhanden sein. Mit eigener Valuta sind solche Papiere gleichzusetzen, die von dem Fonds ohne Umstände (Verkauf oder Beleihung) in Mittel der eigenen Währung umgewandelt werden können, wie beispielsweise Schatzwechsel oder andere Staatspapiere. Wird fremde Währung nachgefragt, hat der Kurs der eigenen Währung fallende Tendenz, so muß der Fonds Devisen oder Gold besitzen.

Währungsausgleichfonds müssen also, um wirksam werden zu können, zweierlei Mittel zur Verfügung haben: 1. eigene Währung, gleich in welcher Form (Staatspapiere[37]) oder Depositen), 2. fremde Währung oder Gold. Für ein Land ohne Gold- und Devisenreserven kann ein Währungsausgleichfonds nur dann einen Sinn haben, wenn ständig Gold und Devisen zuströmen, d. h. wenn dieses Land Zufluchtsort für fremde Kapitalien ist. Ebenso wird ein Fonds durch eine Dotierung nur mit Gold bei andauerndem Goldzufluß sinnlos. Besonders unterbewertete Währungen müssen mit einem Zustrom fremder Gelder rechnen, die in Erwartung einer Kurssteigerung dort Anlage suchen. In diesem Falle wird eine Dotierung des Währungsausgleichfonds nur mit eigener Währung ausreichen, nicht aber eine Ausstattung mit Gold, wie wir es deutlich bei der unterbewerteten amerikanischen Währung wahrnehmen konnten.

Der englische und holländische Fonds und neuerdings auch der amerikanische sind mit Mitteln beider Art ausgerüstet, können also in jedem Falle — bei steigender oder fallender Tendenz der eigenen Währung — in Tätigkeit treten. Zwar besaß der englische Account anfänglich nur 25 Mill. Lst in Dollar-Devisen und kein Gold. Es ist aber zumindest wahrscheinlich, daß er in der ersten Zeit nur wenig

37) Es ist unwesentlich, um welche Staatspapiere es sich handelt. Sie unterscheiden sich meist nur durch ihre Fristigkeit.

Gold gebraucht hat. Am Anfange seines Bestehens und auch im Laufe der Jahre konnte er sogar, wie sein „Ueberquellen" gezeigt hat, größere Beträge fremder Valuten hereinnehmen[38]). Ebenfalls mußte der holländische Fonds große Devisenbeträge aufkaufen; auch er war nach kurzer Zeit seines Bestehens in der Lage, die bei der „Nederlandschen Bank" aufgenommenen Goldkredite zurückzuzahlen. Wenn auch die Goldbestände — besonders des englischen Accounts — des öfteren stark geschwankt haben, so sind sie doch per Saldo zum Vorteil der Währungsposition gewachsen.

In anderer Weise dotierte Fonds, wie früher die der Vereinigten Staaten und der Schweiz, blieben unwirksam, da sie nur über solche Mittel verfügten, welche das Ausland in diesen Ländern nicht nachfragte: nämlich Gold.

Amerika hat durch die Verordnung vom 24. 12. 1936 diesem Zustand der Untätigkeit seines Fonds ein Ende bereitet. Heute ist dieser ebenfalls in der Lage, sich durch Ausgabe von Schuldverschreibungen eigene Währung zu verschaffen. Frankreichs Fond besaß auch nur Gold, aber er konnte intervenieren, da infolge der anhaltenden Flucht französischen Kapitals Devisen bezw. Gold verlangt wurde.

E. Die Arbeitsweise der Fonds.

Bei den nachfolgenden Darlegungen handelt es sich darum, in einer Untersuchung diejenigen Kausalketten herauszuarbeiten, die die Wirkungen von zwischenländischen Kapitalbewegungen auf das Kreditsystem des davon betroffenen Landes ausüben. Es wird hier jeweils der Zusammenhang, wie er sich unter einer reinen Goldwährung ergibt, denjenigen Kausalketten gegenübergestellt, die infolge des Wirkens eines Fonds entstehen.

Zum Verständnis dieser Gedankengänge ist es unumgänglich, gewisse Voraussetzungen festzulegen, die für die folgenden Darlegungen angenommen werden sollen.

Erstens wird unterstellt, daß die Wechselkurse durch den Fonds ständig stabil gehalten werden, d. h. daß nicht durch dauernde Eingriffe eine Ueber- oder Unterbewertung der Währungen erstrebt wird.

Zweitens wird angenommen, daß die Offene Marktpolitik ausgeschaltet bleibt, die durch die Auswirkungen ihrer Tätigkeit derart oft die Kausalketten unterbrechen und neue Gedankengänge eröffnen würde, sodaß die Klarheit des Bildes verloren ginge.

38) Vgl. dazu S. 79 ff.

Drittens wird herausgestellt, daß die Bewegungen einer Handels- und Dienstleistungsbilanz oder Kapitalbilanz nicht durch die entgegengesetzten Bewegungen anderer Teilbilanzen neutralisiert werden.

Viertens ist zu beachten, daß sämtliche Betrachtungen sich nur auf die Barliquidität der Banken beziehen. Die sonstigen Liquiditätsverschiebungen sind leicht abzuleiten.

Fünftens wird unterstellt, daß nicht eine Aenderung der Zinspolitik Wirkungen auf das Kreditvolumen zeitigt.

Nachdem diese Momente, die eine Störung bedeuten würden, ausgeschaltet wurden, ergeben sich bei einem Kapitalzufluß[39]) die nachstehenden Kausalketten:

Man hat sich die Arbeitsweise eines Fonds so vorzustellen, daß er jeweils im Sinne eines Orientierungsprinzips „überschüssige" Devisen aufnimmt oder übermäßige Nachfrage nach Devisen befriedigt, sofern er dazu in der Lage ist. Die Mittel zu den Interventionen kann sich der Fonds in der bereits dargestellten Weise von der Zentralbank oder auch auf dem Geldmarkte beschaffen. Derartige Finanzierungsmaßnahmen beeinflussen bei zuströmendem Kapital den Geldmarkt in verschiedener Weise. Deshalb muß der Fonds sich grundsätzlich über die Art des zugeflossenen Kapitals und dessen Wirkungen auf die Bankliquidität im Klaren sein, damit er nach dieser Kenntnis den einen oder anderen Weg der Mittelbeschaffung wählt.

Ein Kapitalzustrom rührt entweder von einer aktiven Handels- und Dienstleistungsbilanz oder von einer aktiven Kapitalbilanz her. Der Kapitalzufluß, der aus einer günstigen Handels- und Dienstleistungsbilanz resultiert, ist als langfristig zu betrachten. Der Kapitalzustrom aus einer aktiven Kapitalbilanz kann langfristig oder auch kurzfristig sein. Die kurzfristigen Gelder haben wir schon an früherer Stelle in drei Gruppen untergeteilt: 1. Gelder, die aus Gründen der Zinsarbitrage Anlage suchen, 2. Gelder, die spekulativ orientiert sind, 3. Fluchtgelder, die aus Sicherheitsgründen angelegt werden.

Die Auswirkungen eines Kapitalzustroms auf die Liquidität der Banken unter der freien Goldwährung ist gegenüber der, die durch Zwischenschaltung eines Fonds eintritt, verschieden. Zur Veranschaulichung der Unterschiede ist die folgende Gegenüberstellung zweckmäßig.

39) In den folgenden Darstellungen sind immer nur die Vorgänge, die mit einem Kapitalzustrom zusammenhängen, dargestellt. Der Leser wird sich ohne Schwierigkeit die Kausalkette eines Kapitalabflusses konstruieren können.

1. Gegenüberstellung der Auswirkungen eines Devisenanfalls unter der freien Goldwährung und unter der Fondspolitik.

a) Anfall von Devisen aus aktiver Handels- und Dienstleistungsbilanz.

Bei reiner Goldwährung transferieren die Ausländer Devisen, und das führt im Augenblick, in dem der Goldimportpunkt überschritten wird, zu einem Goldzufluß. Der Gegenwert wird dem Konto des Forderungsinhabers zugeschrieben. Der Kassenbestand der Bank wächst, und die Depositen vergrößern sich. Solange die Depositen nicht in bar abgehoben werden, hat die Liquidität der Bank sich vergrößert. Werden Depositen abgezogen, so verschwindet das Depositenguthaben, und die Kassenhaltung wird um den entnommenen Betrag verringert. Die Gelder fließen an anderer Stelle in die Wirtschaft und erweitern das Zahlungsvolumen des Landes. Die Liquidität der Bank hat sich nicht verändert. Nur sekundär kann noch eine Wirkung auf das Kreditvolumen eintreten, indem der neue Besitzer des Geldes dasselbe bei einer Bank anlegt und damit deren Liquidität erhöht. Das große Geldangebot bringt eine Steigerung der Preise, die Ausfuhr verringert sich, und es findet letztlich infolge passiver Handelsbilanz eine Umkehr des Kapitals mit den entsprechenden Folgen statt; Devisen oder Gold fließen ab. Das wirtschaftliche Gleichgewicht zwischen den beteiligten Volkswirtschaften wurde wieder hergestellt.

In diesem Mechanismus stelle man sich den Fonds eingeschaltet vor. Es wird die steigende Nachfrage nach heimischer Valuta durch Ankauf der von den Ausländern angebotenen Gold- oder Devisenkontingente aus seinen Mitteln befriedigen. Die Devisen nehmen zunächst den Weg zu einer Bank, die sie an den Fonds im Tausch gegen Schatzwechsel weiterleitet. Der Gegenwert der Devisen, die zum Ausgleich der Forderung aus der Handelsbilanz transferiert wurden, wird dem Konto des Forderungsinhabers zugeschrieben. Die Depositen und die Schatzwechselbestände wachsen um den gleichen Betrag an. Die Liquidität hat sich verschlechtert.

Nun aber soll angenommen werden, daß von dem Ausländer für die angefallenen Devisen eine langfristige Anlage gesucht werden soll, etwa in Grundstücken, dann werden die Depositen abgehoben werden, was die Liquidität der Bank verschlechtert. Nur sekundär kann hier wieder eine Verbesserung der Liquidität eintreten, wenn der Verkäufer des Grundstückes ganz oder teilweise sein Geld bei einer Bank angelegt. Per Saldo tritt in jedem Falle eine Verschlechterung der Bankliquidität ein; lediglich das Ausmaß ist ungewiß.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß bei aktiver Handels- und Dienstleistungsbilanz unter freier Goldwährung eine Verbesse-

rung der Bankliquidität und nach Einschaltung eines Währungsausgleichfonds eine Verschlechterung derselben eintritt. Der Grad der Auswirkung richtet sich in jedem Falle nach dem Verhalten des Kontoinhabers, nämlich danach, in welchem Umfang er seine Depositen stehen läßt oder abhebt und in Verkehr setzt.

Unter freier Goldwährung verursachte die erhöhte Liquidität des Geldmarktes eine Steigerung der Preise, die Ausfuhr verringerte sich, und es fand letztlich infolge passiver Handelsbilanz eine Umkehr des Kapitals statt. Devisen und Gold flossen ab. Das wirtschaftliche Gleichgewicht zwischen den Staaten wurde wieder hergestellt. Unter der Fondspolitik wird die Tendenz des Kapitaleinflusses noch verstärkt. Eine internationale Angleichung der Volkswirtschaften untereinander kann nicht mehr stattfinden.

b) Anfall von Devisen aus reiner Kapitalbewegung.

Bei den reinen Kapitalbewegungen handelt es sich um Kapitaltransaktionen, denen keine Güterbewegungen gegenüberstehen. Diese Devisen- oder Goldzuflüsse können langfristig oder kurzfristig sein.

aa) Zustrom langfristiger Kapitalien.

Die Wirkungen sind hier denen des Zustroms von Devisen aus der Handelsbilanz außerordentlich ähnlich. Sie besitzen nur den Unterschied, daß sie in diesem Falle dem Ausländer die Entscheidung in sämtlichen Transaktionen zulassen, während im vorhergehenden Falle die Devisen in der Verfügungsmacht des Inländers stehen.

Auch in diesem Falle strömt — unter einer Goldwährung — Gold zu, das bei den Banken zur Entstehung von Depositen führt. Der Ausländer zieht diese Depositen ganz oder teilweise ab, um sie langfristig anzulegen. Die Entstehung der Liquidität der Bank wird dadurch rückgängig gemacht. Per Saldo tritt jedoch eine Verbesserung der Bankenliquidität ein, wenn die Verkäufer der langfristigen Anlagen die erhaltenen Gelder ganz oder teilweise bei den Banken anlegen.

bb) Zustrom kurzfristiger Gelder.

Unter einer reinen Goldwährung ergeben sich folgende Zusammenhänge. Das zuströmende Kapital wird den Banken zum Kauf angeboten. Wir nehmen an, der Inhaber beabsichtige (1.) die Ausnutzung von Zinsvorteilen, die sich durch den Ankauf von Schatzwechseln oder Diskonten ergeben. Er wird also in gleichem Zuge für die Devisen Schatzwechsel oder sonstige Staatspapiere kaufen, die dem Bestand der Privatbank entnommen werden. Die Bank selbst tauscht bei der Zentralbank das einfließende Gold gegen

Noten um. Die Liquidität der Bank verbessert sich dadurch wesentlich. Es ist unmaßgeblich, ob der Ausländer die Anlagewerte von der devisenaufnehmenden Bank oder einem anderen Bankinstitut kauft. Dann verbessert sich eben bei der letzteren die Liquidität. Wir stehen jedoch einer anderen Lage gegenüber, wenn der Ausländer die Schatzwechsel von einem Privatmann übernimmt. In diesem Falle bleibt die Liquidität unverändert. Nur sekundär kann eine Verbesserung der Liquidität eintreten, wenn der Privatmann sein Geld bei einer Bank anlegt.

Erfolgt der Einstrom der Gelder aus (2.) spekulativen Gründen, d. h. zum Zwecke der Ausnutzung von Devisenkursschwankungen, so kommen nur Anlagemöglichkeiten für ihn in Frage, die eine Liquidierung in kürzester Frist garantieren. Als solche sind zu nennen: Guthaben bei Depositenbanken, Anlage auf dem Tagesgeldmarkt und Kauf von jederzeit realisierbaren Papieren (Schatzwechsel, Aktien, Anleihen). Solche Arbitragegeschäfte sind, wenn beide Länder Goldwährung besitzen, sehr selten. Sie werden dann zumeist mit einer Zinsarbitrage verbunden sein. Das Gold strömt in diesem Fall zur Zentralbank und führt durch die Notenemission zur Schaffung von Depositen. Die Liquidität wird verbessert. Hebt der Ausländer die Depositen ab, um sie am Tagesgeldmarkt anzulegen, so ergeben sich zwei Möglichkeiten. Entweder verlassen die Mittel den Kreis der kreditschöpfenden Banken nicht, dann bleibt die Erhöhung der Liquidität erhalten. Oder die Mittel wandern an ein außerhalb des Blockes der Kreditschöpfungsbanken stehendes Institut, sei es beispielsweise eine Effektenbank oder eine Industriefirma, dann wird die Liquidität der Banken auf denselben Stand zurückgeführt, wie er vor der Durchführung der Transaktion war.

Handelt es sich bei dem einströmenden Geld um Fluchtkapital (3.), das lediglich sichere Anlage sucht und weniger an gewinnbringenden Geschäften interessiert ist, so wird es im allgemeinen als Depositen bei einer Bank stehenbleiben. Damit wird die Liquidität des Bankinstitutes erhöht.

Die Verbesserung des Kassenbestandes bei Zustrom kurzfristigen Geldes ermöglicht eine Kreditausweitung durch die Bank. Die Kapitalien werden der Wirtschaft ausgeliehen. Welches Unheil muß der plötzliche Abzug der eingeströmten kurzfristigen Gelder hervorrufen, wenn ein Land unvorbereitet solchen Abzügen gegenübersteht.

Durch die Einrichtung der Währungsausgleichfonds als ein Mittel der staatlichen Kurspflege[40]) soll diese Gefahr gehemmt und eine Neutralisierung der eingeströmten Gelder derart erreicht werden, daß ein augenblicklicher Abzug der Kapitalien das nationale Kredit-

40) Knapp: Staatliche Theorie des Geldes. München/Leipzig 1923. S. 236 ff.

volumen möglichst wenig beeinträchtigt. Die Fonds wirken in diesem Falle als „Puffer" und „Schleuse", indem sie zuströmende Gelder auffangen und je nach Orientierungsprinzip ins Land schleusen, d. h. dem nationalen Kreditvolumen zuleiten oder sie sterilisieren. Zu einem derartigen Vorgehen ist die Kenntnis erforderlich, welchen Einfluß diese kurzfristigen Gelder nach Einschaltung eines Fonds auf die Liquidität der Banken haben.

Kurzfristiges Kapital strömt ein, um ein Zinsgefälle auszunutzen. Die Devisen wandern an eine Bank, die sie an den Fonds weiterleitet und in gleichem Zuge Schatzwechsel dafür erhält. Der Ausländer legt sein Geld in Schatzwechseln oder Diskonten an. Eine Veränderung der Liquidität der Banken tritt nicht ein, da der Ausländer die Schatzwechsel aufkauft, die die Bank von dem Fonds erhielt. Auch bei der Anschaffung von Diskonten tritt keine Veränderung der Liquidität ein, da innerhalb des Bankinstitutes nur ein Tausch zwischen den Papieren stattfindet.

Werden Kapitalien aus spekulativen Motiven transferiert, so kommen für den Ausländer nur Anlagen in schnell realisierbaren Werten in Frage, wie bereits oben dargestellt. Derartige Geschäfte sind, wenn die beiden Währungen oder eine derselben schwanken, sehr häufig. Die Devisen strömen zu und bleiben zunächst als Depositen stehen. Die Bank erhält im Tausch gegen die Devisen Schatzwechsel. Die Liquidität der Bank wird verringert. Werden die Depositen von dem Ausländer abgehoben, dann ergeben sich auch hier wieder zwei Möglichkeiten: Entweder sie bleiben im Kreis der kreditschöpfenden Banken, dann verringert sich die Liquidität der ersten Bank, während die Liquidität einer zweiten Bank erhöht wird und zwar in dem Maße, wie sie bei der ersten Bank zurückgegangen ist. Wandern die Mittel an eine außerhalb dieses Kreises stehende Firma, dann verschlechtert sich die Liquidität der Bank erheblich.

Strömt Fluchtkapital zu, so wird es meistens auf Depositenkonto Anlage suchen. Die Depositen und Schatzwechselbestände erhöhen sich. Die Liquidität der Bank ist infolge der traditionellen oder gesetzlichen Barreservehaltung der Bank verschlechtert worden. Werden die Depositen abgehoben und die Noten gehortet, so vermindert sich die Liquidität ebenfalls erheblich.

Das Ergebnis dieser Untersuchung ist, daß die Liquidität der Banken bei Goldzustrom unter der reinen Goldwährung regelmäßig verbessert wird, wenn auch in verschiedenen Graden. Dagegen veränderte sich die Liquidität der Banken nach Zwischenschaltung eines Fonds nicht, oder es trat je nach dem Verhalten des Devisenverkäufers eine Verschlechterung ein. M. a. W. der Goldzufluß bei freier Goldwährung übte eine inflationistische Wirkung aus, die sich nach Zwischenschaltung eines Fonds in eine deflationistische Wir-

kung umkehrte, solange der Fonds seine Interventionen durch Tausch von Schatzwechseln mit den devisenaufnehmenden Banken finanzierte.

Völlig anders ist dagegen die Lage, wenn der Fonds den Weg der Mittelbeschaffung über die Zentralbank wählt. Werden Schatzwechsel bei der Zentralbank untergebracht, so führt dies durch Ausgabe von Noten oder durch Gutschrift auf Konto zu einer Verflüssigung des Geldmarktes, wenn die Zentralbank nicht ihre anderen Ausleihungen um denselben Betrag ermäßigt. Im Grunde genommen wirkt ein Schatzwechselankauf durch die Notenbank wie ein Goldzufluß unter der Goldwährung. Der Fonds erhält von der Zentralbank für seine Schatzwechsel Geld in Form von Banknoten oder Guthaben, wofür er Gold oder Devisen kauft. Die Banken, welche als die Verkäufer der Devisen auftreten, benutzen die empfangenen Beträge, um Wechsel oder Wertpapiere zu kaufen, oder zur Erhöhung ihrer Liquidität. In jedem Falle werden dem Geldmarkte des Landes neue Mittel zufließen. So steht fest, daß die Unterbringung der Schatzwechsel bei der Zentralbank an sich die Tendenz hat, inflatorisch zu wirken. Ein Fonds kann also die sonst durch die Mittelbeschaffung auf dem offenen Markt eintretende Verknappung dadurch in das Gegenteil verkehren, daß er sich Mittel von der Zentralbank selbst beschafft.

2. Binnenmarktpolitik des Fonds.

Für den Fonds entsteht die Frage, ob er die dem Lande zugewachsenen Mittel in das nationale Kreditsystem einbauen oder ob er sie sterilisieren soll. Wenn er die Fristigkeit des zugeflossenen Kapitals kennt, ist dieses Problem für ihn leichter zu lösen. Er wird langfristiges Kapital, obwohl eine Verschlechterung der Liquidität der Banken damit verbunden ist, in das Kreditsystem einbauen, da bei diesen Geldern keine Gefahr des plötzlichen Abzuges eintritt. Tut er es nicht, dann verursacht die sinkende Liquidität der heimischen Volkswirtschaft Spannungen im Preisgefüge, die auf dem Umwege über die Kaufkraftparitäten zu einem Druck auf die Wechselkurse führen und deren Stabilhaltung gefährden. Die Verschlechterung der Liquidität kann durch entsprechende offene Marktpolitik oder Mittelbeschaffungspolitik behoben werden. Das kurzfristige Kapital dagegen wird er am zweckmäßigsten neutralisieren, um die schädlichen Auswirkungen bei plötzlichem Abzug zu vermeiden, trotzdem es verflüssigend für den Geldmarkt wirken kann.

a) Einbau langfristiger Kapitalien in das Kreditsystem.

Erscheint dem Fonds eine Verflüssigung des Geldmarktes zweckmäßig, so wird er nur langfristigem Kapital eine Auswirkungsmög-

lichkeit auf das Geldvolumen des Landes geben, indem er sich entweder die Mittel zum Ankauf der aus dem langfristigen Kapitalzufluß anfallenden Devisen von der Zentralbank beschafft, oder indem er das Gold an die Zentralbank weiterverkauft.[41]) Praktisch kann der Fonds also bei langfristigem Kapitalzufluß eine Verdoppelung der Wirkung erzielen, wenn er beide Wege beschreitet, er also zuerst die Mittel zum Ankauf von der Zentralbank beschafft und das Gold an die Zentralbank verkauft und die erhaltenen Noten oder Guthaben zum Rückkauf im Markte befindlicher Schatzwechsel benutzt. Die übertragenen Auslandsguthaben wirken sich voll aus, wenn die Notenbank nicht ihre fiduziäre Notenausgabe um einen entsprechenden Betrag ermäßigt, wodurch die sonst eintretende Wirkung neutralisiert wird. Eine nur teilweise Reduzierung ermöglicht eine entsprechend verminderte Verflüssigung des Geldmarktes. Die Goldübertragungen lassen dann eine stark inflationierende Tendenz erkennen. Darüber hinaus ist feststellbar, daß die Auswirkungen einer Goldübertragung gewollte selbständige Maßnahmen kreditpolitischer Natur sind, die alle von der Politik des Fonds — also nicht automatisch — bestimmt werden. Die Kreditpolitik des Landes wird in Abhängigkeit von den Uebertragungen des Fonds gehalten.

Die Zusammenarbeit des Fonds mit der Notenbank hat freilich einen großen Nachteil.[42]) Der Fonds wird das übertragene Gold, gleich zu welchen Zwecken es an die Notenbank verkauft wurde, selbst in schwierigen Situationen aus rein psychologischen Gründen nicht zurücknehmen können, denn ein solches Gebaren würde vom Markte sofort mit einer Erschöpfung der Fondsbestände gleichgesetzt und auf den Märkten entsprechend ausgewertet werden. Damit sind die übertragenen Goldbeträge praktisch aus der Goldpolitik ausgeschieden, was in dem Falle der zwangsweisen Goldübertragung, wo es sich im allgemeinen um kurzfristiges ausländisches Kapital handelt, als erheblichen Nachteil erweist, denn für die Rückzahlung der kurzfristigen Verschuldung werden die Mittel fehlen.

b) Neutralisierung kurzfristiger Gelder.

Auch bei kurzfristigem Kapitalzufluß entsteht die Frage, ob man ihn auf das nationale Kreditvolumen auswirken lassen soll, um die liquiditätsmindernde Wirkung zu beseitigen, oder ob man es besser sterilisiert. Würde man das kurzfristige Kapital in das nationale

41) In England muß der Fonds wegen des statutarischen Ankaufspreises bei der Goldübertragung einen dem Tagespreis des Goldes entsprechenden Verlust tragen, d. h. es können sich die Goldübertragungen nur im Verhältnis von 10 : 7 auswirken. Die Besonderheiten, die sich hieraus ergeben, sind auf S. 80 ff. dargestellt.

42) Hohlfeld: a. a. O. S. 37/38.

Kreditsystem einbauen, entstände bei Abzug der Kapitalien die Gefahr einer plötzlichen Kreditrestriktion für die heimische Wirtschaft. Es erscheint daher zweckmäßig, das kurzfristige Kapital zu neutralisieren. Besonders dem Fluchtkapital gegenüber ist dies angebracht.

Im Falle eines Abzuges dieser nervösen Gelder gibt es für den Fonds nur zwei Möglichkeiten: Entweder interventionsfreien Abzug zuzulassen, oder die vorher aufgetauchten und neutralisierten Valutabeträge wieder abzustoßen.

Fließt das fremde Kapital ohne Intervention des Fonds ab, so ist immer ein Druck auf den Devisenmärkten zu erwarten, wie wir es an dem englischen Beispiel[43]) im Herbst 1936 feststellen konnten. Die Passivität des Fonds berührte nicht die Lage des Geldmarktes, sie förderte vielmehr eine gewisse Kursentwicklung, die wünschenswert sein kann, aber bei aktiven Eingriffen der Stabilisierungsbehörden nicht eingetreten wäre.

Gibt der Fonds dagegen seine früher erworbenen Devisen zurück, dann erhält er eigene Währung, mit der er die bei der Zentralbank oder am offenen Markt untergebrachten Schatzwechsel zurückkauft. Das bedeutet, daß der Fonds beim Rückkauf von der Zentralbank deflatorisch wirken muß, und zwar aus den gleichen Ursachen, aus denen vorher der Kauf der Devisen mit den von der Zentralbank erhaltenen Geldern die Mittel des Geldmarktes vermehrt hatte, während beim Rückkauf von den Banken eine inflatorische Wirkung ausgelöst wird. Damit wäre jedoch der Zu- und Abfluß des Auslandgeldes in keiner Weise neutralisiert.

Es entsteht nun die Frage, welche Methoden wird der Fonds anwenden müssen, um eine vollkommene Neutralisierung des Einflusses einströmender kurzfristiger Gelder zu erreichen? Wir stellten fest, daß ein „offsetting" durch Mittelbeschaffung über die Zentralbank nicht erreicht werden kann. Auch die Finanzierung der Fondsoperationen auf dem offenen Markt führt zu keiner Neutralisierung. Dies wird besonders deutlich, wenn der Ausländer die für die Devisen erhaltenen Gelder auf Depositenkonto bei einer Bank einzahlt, und die Bank im gleichen Zuge für den gleichen Betrag Schatzwechsel des Fonds übernimmt. Er kann also das Gleichgewicht auf dem Geldmarkt, bzw. den Status quo ante nur dadurch wieder herstellen, daß die liquiditätserhöhende Wirkung einer Finanzierung durch Schatzwechselverkauf an die Zentralbank mit der liquiditätvermindernden der Unterbringung der Schatzwechsel am offenen Markt kombiniert, sozusagen also beide Methoden „mischt".

---

43) Der englische Account ließ durch seine passive Haltung das Pfund von einem Stand von etwa 3,50 Dollar in der Zeit von Juli bis September 1932 in Zusammenhang mit der spekulativen Erwartung der Kriegsschuldenzahlung und der Rückzahlung im Ausland befindlicher Konversionspapiere bis auf 3,145 Dollar fallen. Später hat der Fonds jedoch reichlich Devisen abgegeben.

Das „Mischungsverhältnis", in dem beide Transaktionen durchgeführt werden, ergibt sich aus dem Verhältnis, in dem bare Kasse und Depositen des betreffenden Banksystems zueinander stehen. Es sei unterstellt, daß sich dieses auf 1 : 10 belaufe, wie es beispielsweise in England der Fall ist, so ergibt ein Devisenzufluß von 1 Mill. Lst eine Erhöhung der Depositen um den gleichen Betrag. Die Liquidität kann nur unter der Voraussetzung aufrecht erhalten werden, daß der Fonds den zum Ankauf benötigten Betrag sich mit 100 000 Pfunden durch Schatzwechselverkauf an die Notenbank verschafft, und den Rest seiner Kaufschuld mit 900 000 Pfund durch Abgabe von Schatzwechseln an die Privatbank finanziert. Bei gleichbleibenden Liquiditätsverhältnissen hat sich das Kreditvolumen als Ganzes erweitert.

An diesem Punkte ist zum ersten Male die in den Voraussetzungen festgelegte Grenze überschritten und der Gedankengang über die Ermittlung der Veränderungen des Liquiditätsstandes hinaus bis zu der Frage vorgetrieben worden, ob sich eine Erweiterung oder eine Schrumpfung des gesamten Kreditvolumens als Folge der Transaktionen des Fonds ergeben könnte. In den vorhergehenden Ausführungen war dies unterlassen worden, um die Darstellung nicht mit einer zu großen Zahl sich verzweigender Kausalketten zu belasten. Der Leser wird ohne besondere Schwierigkeiten die entworfenen Gedankengänge in den ihn besonders interessierenden Punkten auch auf die sich aus den Veränderungen der Kreditvolumen ergebenden Folgerungen ausdehnen können.

Im ganzen betrachtet zeigt sich, daß hier ein sehr kunstvolles System der Währungsmanipulierung arbeitet, das nur solange Aussicht hat zu bestehen, als nicht die Grenzen der Beeinflußungsfähigkeit überschritten werden. Tritt dies ein, dann muß der Fonds einem plötzlichen Preisausgleich Platz machen. Selbst wenn es die Mittel erlauben, solange einzugreifen, bis die Preisspiegel der einzelnen Länder untereinander aufgehoben sind, ist praktisch dasselbe Ergebnis erreicht, als wenn von Anfang an nicht von staatlicher Stelle eingegriffen worden wäre. Die Entwicklung wurde nur auf einen längeren Zeitraum ausgedehnt.

F. Anlagepolitik der Fonds.

Für die Fonds ist es von wesentlicher Bedeutung, ob sie ihre Interventionsmittel im Augenblick der Untätigkeit vom kaufmännischen Standpunkt aus gesehen ruhen lassen, oder ob sie diese zinsbringend anlegen. Zwar ist die Zinsertragserzielung der vorhandenen Interventionssubstanz von sekundärer Bedeutung. Da es sich

aber um stattliche Summen handelt, dürfte auch dieser Fragenkomplex eine Beachtung verdienen.

Jedem Fonds bleiben im ganzen gesehen zwei Möglichkeiten, seine Mittel anzulegen: Entweder kann er sie bei ausländischen Banken oder an fremden Geldmärkten kurzfristig unterbringen oder es steht in seinem Ermessen, die Devisen sofort in Gold umzuwandeln und dieses aus früher dargelegten Gründen zu sterilisieren. Heimische Gelder berühren diesen Problemkreis nicht, da sie üblicherweise ohne Umschweife zum Ankauf der im Markt befindlichen Fonds-Schatzwechsel verwandt werden und daher keine erheblichen Zinsverluste eintreten können.

1. Umwandlung in Gold und dessen Sterilisierung.

Bezüglich der Umlegung der Devisen in Gold werden die Bedenken zum Ausdruck gebracht, daß der Goldabzug aus den Umtauschländern dort in starkem Maße deflatorisch wirken müßte. Dieser Einwand kann zunächst nur dann vertreten werden, wenn das Gold abgebende Land noch den Regeln eines Automatismus unterworfen ist. Aber auch dann wäre der Einwurf bedeutungslos, da solchen Ländern als Kompensationsmittel die Kreditausweitung durch Erhöhung des fiduziären Notenumlaufes zur Verfügung stände. Es wird heute oft so sein, daß bisher freies Gold, welches aus der Neuproduktion stammt, Ersatz des abgezogenen Goldes bildet, oder daß Währungsausgleichfonds ihre sterilisierten Goldbestände der Goldnachfrage anbieten und jegliche Einwirkungen auf das nationale Geld- und Kreditvolumen vermeiden. Versagen dagegen diese aufgezählten Ausgleichsfaktoren, wird eine Deflation bei Goldabzügen eintreten, — an sich — an den gegebenen monetären Zuständen gemessen eine geringe Gefahr, da im Augenblick in den meisten Ländern eher eine Uebersättigung, als ein Zuwenig an Finanzierungsmitteln vorhanden ist.

Weit wesentlicher ist eine Ansammlung von Gold für das aufbewahrende Land, das, um es zu erwerben, zinsberechtigte Schatzwechsel ausgeben muß, denen zinslose Goldbarren gegenüberstehen. Goldanhäufen und es sterilisieren kostet Geld, welches letzten Endes der Staatsbürger als Steuerträger zusätzlich aufzubringen hat.

2. Kurzfristige Unterbringung bei ausländischen Banken oder Geldmärkten.

Den anderen Weg, für die brachliegenden Interventionsmittel zinstragende Anlage zu finden, haben wir oben angedeutet. Diese Möglichkeit kann nur bedingt erschöpft werden; denn auf diese Weise sind Verluste ohne Valutagarantierungen der Mächte untereinander,

infolge der zahlreichen Währungswirren wahrscheinlicher, als Gewinne aus den Goldanlagen trotz aller Deckungskäufe durch Termingeschäfte.

So muß Gold eben solange zinslos bleiben, wie auf der einen Seite die zwingende Notwendigkeit besteht, es zu sterilisieren und auf der anderen Seite keine kooperierende internationale Goldpolitik auf dem Verhandlungswege erreicht werden kann. Auch wäre es erforderlich, die Technik der Fonds aneinander anzugleichen, damit ihre Arbeitsweise annähernd dieselben Einwirkungen auf das internationale Kreditsystem, sowie auf die Banksysteme der Länder, die es angeht, hervorrufen wird.[44])

G. Die Arbeitsfelder der Fonds.

Den Fonds stehen zu Interventionen hauptsächlich drei Wege offen.[45]) In erster Linie werden sie den Kassa-Devisenmarkt, dann den Terminmarkt und den Goldmarkt zu ihren Eingriffen benutzen.

Der Kassa-Devisenmarkt ist wohl das hauptsächlichste Arbeitsfeld der Fonds. Es ist natürlich, daß die Fonds nicht nur auf dem heimischen Markt tätig werden, sondern daß sie auch an den ausländischen Plätzen den jeweiligen Bedürfnissen entsprechend eingreifen. In der Regel werden sie sich der ortsansässigen Niederlagen heimischer Bankinstitute als Vermittler und Agenten bedienen.

Darüber hinaus ist es naheliegend, daß die Fonds ebenso ihren Einfluß auf dem Devisen-Terminmarkt geltend machen, da sich ein Großteil gerade des kurzfristigen zwischenstaatlichen Kapitalverkehrs über den Terminmarkt abspielt. Die Festigung der Terminmarge stellt die Ausschaltung eines wesentlichen kursstörenden Momentes dar. Wie früher die Notenbanken durch An- und Verkauf von Termindevisen die Marge beeinflußten und damit Zu- und Abfluß ausländischer Gelder begünstigten oder stoppten, so arbeiten auch heute die Fonds als derzeitige Währungszentralen ihrer Länder. Sie sind meist frei von Zinskostenerwägungen und unterliegen weniger der Notwendigkeit, Deckungsverkäufe oder -käufe abzuschließen, obwohl dies bei weitgehender Erschöpfung der Mittel erforderlich werden kann. Große Bedeutung ist der wirksamen Beeinflussung des Zu- und Abflusses der Leihgelder durch den Fonds zuzusprechen, die erfolgt, ohne daß dadurch die heimischen Zinsraten berührt werden. Letztlich stellen seine Stützungskäufe und -verkäufe eine starke Entlastung für die heimische Zinspolitik dar.

---

44) The Economist: The Mechanism of Exchange Funds. 10. 10. 1936. S. 68.
45) Hohlfeld: a. a. O. S. 36.

Für manche Länder sind Interventionen auf dem Goldmarkt unumgänglich, wenn sie — wie beispielsweise England — ihre führende Stellung im Weltkapitalmarkt erhalten wissen wollen. Der Goldpreis wird zwar nach den Sätzen eines valutarischen Kurses bestimmt, doch kann durch Kauf über dem theoretischen Goldpreis auch die Währung beinflußt werden, so daß sie in diesem Falle wahrscheinlich dem Goldpreis folgen wird. Goldkäufe werden vom Markt als Symptom einer Klärung der gesamten Gold- und Devisenlage angesehen. Sie haben weiter den Zweck, die Bestände der Fonds aufzufüllen. Veräußerungen von Gold dienen der Beschaffung von Devisen, wie dies der Lage entsprechend erforderlich erscheint. Konvertierungen in Gold auf dem Goldmarkt sind nicht ungewöhnlich, weil die Fonds es vermeiden, große Devisenbestände zu halten, um dem Steuerträger des Landes die Lasten evtl. Kursverluste zu nehmen.

Daß auch der Silbermarkt zu Interventionen benutzt werden kann, hat die Tätigkeit des amerikanischen Fund bewiesen. Die Vereinigten Staaten haben des öfteren größere Silbermengen aufgekauft, um durch das hohe Dollarangebot den Kurs der amerikanischen Währung zu senken.

H. Anhaltspunkte des Fonds für seine Tätigkeit.

Unter der Goldwährung wurden die Devisenkurse durchweg durch planmäßige Aenderung des Diskontsatzes der Zentralbank oder durch zwischenstaatliche Goldübertragungen reguliert. Man versuchte, so eine Verbesserung der Zahlungsbilanz zu erzwingen. Die schwere Zerrüttung des Vertrauens während der beiden letzten Jahrzehnte hat diese äußerst empfindliche Regulierungseinrichtung unbenutzbar gemacht.

Im Falle einer unstabilen Währung wäre es das einfachste, Angebot und Nachfrage nach Devisen sich selbst auspendeln zu lassen, um der Währung die Möglichkeit zu geben, „to find its own level", was z. B. England nach der Lösung von der Goldwährung auch weitgehend getan hat. Dabei waren erhebliche Ausschläge der Kurse unausbleiblich, sodaß der Fonds mildernd eingreifen mußte.

Die Bestimmung der Fonds geht nun dahin, vorübergehende Schwankungen einzudämmen, und es erwächst ihnen die Schwierigkeit, langfristige Bewegungen von kurzfristigen zu unterscheiden.[46]) Diese Schwierigkeiten dürften je nach dem Ausmaß der Zusammenarbeit zwischen dem Währungsausgleichfonds und den Banken

46) The Economist: The Mechanism of Exchange Funds. 10. 10. 1936. S. 69.

gemildert oder erhöht werden. Selbst wenn es möglich sein sollte, genaue Zahlen über den Zu- oder Abstrom kurzfristiger Gelder zu erhalten, wird es überaus schwer sein, Dauer und Ausmaß der Schwankungen der Wechselkurse rechtzeitig zu erkennen.

Der Schleier über den Wechselkursen ist meist zu dicht, um rechtzeitig die tatsächliche Richtung und augenblickliche Lage zu bestimmen. So werden oft keine Anhaltspunkte zur Fondstätigkeit gefunden werden können, welche die ökonomische Notwendigkeit der Eingriffe rechtfertigen.

Wir stellen also fest, daß dem Fonds feste Orientierungspunkte fehlen. Es kann ihm nur aus der Gesamtbetrachtung aller Faktoren möglich sein, sich ein ungefähres Bild zu machen. Die Fonds sind daher gezwungen, eine anpassungsfähige Taktik anzuwenden, um die Tagesschwankungen zu mildern und den Trendbewegungen nachzugeben, selbst wenn dies erst nach Erkenntnis der Lage geschieht. Das schließt nicht aus, daß die Fonds ein bestimmtes Ziel, wie etwa eine gedachte Kursrelation, die man zu erreichen sucht, verfolgen. Zur Unterstützung dieser Arbeit der Fonds bedarf es weitgehender staatlicher Lenkung der Faktoren, die für die Kursbildung maßgeblich sind; nur so läßt sich eine einigermaßen feste Richtlinie entwickeln.

J. Die Wirkungsgrenzen der Fonds.

Eine unumschränkte Wirkungsmöglichkeit ist den Fonds nicht gegeben, wie wir bereits aus den bisherigen analytischen Betrachtungen herauslesen konnten. Insbesondere liegt eine Grenze in den vorhandenen Mitteln, die bei starker Beanspruchung bald erschöpft werden können. Die Interventionskapazität ist zwar derart bemessen, daß auch lang anhaltende Angriffe auf die Währung abgewehrt werden können. Dennoch brachten, wie die Praxis bewies, riesige Kapitalbewegungen manche Fonds nahe an die Erschöpfungsgrenze, die als Ausweg den Einsatz eines wohldurchdachten Propagandafeldzuges zur Abschreckung der jeweiligen Kapitalbewegung notwendig machten. Gegenüber diesem fluktuierenden internationalen Kapital waren die althergebrachten Mittel der Diskontpolitik wirkungslos, weil diese Gelder nicht aus einem Gewinnstreben heraus, sondern lediglich aus Sicherheitsgründen Anlage suchten.

Die Grenze der Aktionsfähigkeit schwankt je nach dem Fonds-System. Die nach dem „amerikanischen System" aufgebauten Fonds können, nachdem im Verlauf der de jure-Devalvierung eine neue Währungsrelation zum Golde festgelegt wurde, nach Erschöpfung ihrer Goldbestände — wenigstens theoretisch — durch

weitere Abwertungen und Neufestsetzungen des Goldpreises ihre Konten mit den anhaltenden Buchgewinnen (windfall profits) auffrischen. Die wesentlichste Grenze bei diesem System war die einseitige Dotierung nur mit Gold, welche für Interventionen die Nachfrage nach Gold zur Voraussetzung haben muß. Besteht dagegen Angebot von Gold, muß der Fonds untätig bleiben, da zum Ankauf keine Mittel vorhanden sind. In diesem Falle sehen wir in dem Fonds keine „Schleuse", sondern einen Goldübermittler für die Hortungszentrale. Die Beseitigung dieses Mißstandes erforderte einen Systemwandel und eine zusätzliche Dotierung mit heimischer Währung, die zum Goldankauf notwendig war.

Das „englische System", welches von Anfang an mit Mitteln beider Art ausgerüstet war und eine schwankende Währung beibehielt, bleibt einerseits auf die in dem Fonds vorhandenen Goldvorräte beschränkt, nach deren Erschöpfung eine staatliche Neudotierung aus den Beständen der Zentralbank notwendig würde. Andererseits können die dem Fonds zur Verfügung gestellten Schatzwechsel aufgebraucht werden. Auch hier besteht die Möglichkeit einer zusätzlichen Ausstattung mit Schatzwechseln, die sich im Rahmen ihres effektiven Einsatzes als Belastung des Marktes auswirken muß und unter Umständen neue Keime der Unstabilität in sich tragen kann, zumal sich die Nachfrage nach heimischer Währung in erster Linie auf Depositen und nicht auf Wechsel erstrecken wird, was eine nachlassende Aufnahmefähigkeit des Marktes für Wechsel und eine Steigerung der Zinssätze zeitigen muß. Steigender Zins bedeutet eine höhere Belastung des Staatshaushaltes. Daher wird ein Fonds nach dem englischen System die Möglichkeit ausnutzen, gegen eigene Valuta hereingenommene Devisen in Gold umzutauschen und dieses der Zentralbank gegen heimische Währung zu verkaufen. Bei einer Nachfrage nach inländischer Währung würde dem Fonds durch diese Tatsache keine Grenze gesetzt sein, wenn nicht die inflationistischen Wirkungen auf dem Kreditmarkt eintreten würden und die Bank den Marktpreis für das Gold zahlte, was aber bei der englischen Notenbank unterbunden ist. Sie kauft Gold zum festgesetzten Preis und überläßt es dem Fonds, die Verluste oder auch Gewinne zu tragen. Je größer die Entwertung der Währung, um so größer die Verluste, deren Summe letztlich die Auszehrung des Fonds und seine allmähliche Uebertragung auf die Bank von England darstellt.

II. Kapitel

Die Währungsausgleichfonds in der Praxis.

A. Gründe und Gegensätze der Pfund- und Dollarkrise.

Bekanntlich verdanken wir den theoretischen Unterbau der Goldwährung den angelsächsischen Ländern, und es ist interessant festzustellen, daß gerade von diesen die Erschütterungen dieses Fundamentes ausgehen. Während viele Länder den Verlockungen widerstanden, der Krise von der Geldseite her beizukommen, sind die beiden großen angelsächsischen Reiche mit den ihnen verbundenen Staaten darangegangen, durch eine Devalvation den Versuch zu unternehmen, die Krise zu bereinigen. Dabei ging jedes der beiden Länder von grundsätzlich anderen Erwägungen aus. Zwar ist das Ausmaß der Devalvation annähernd dasselbe, doch bei näherer Betrachtung zeigt sich eine tiefe Verschiedenheit in den Grundgedanken, die zur Abwertung führten, wie auch die Durchführung Abweichungen aufweist. Als London abwertete, konnte man beobachten, wie New York ängstlich nach London blickte und die Finanzkreise der Vereinigten Staaten Ratschläge nach Großbritannien sandten. England glaubte bereits an Vorteile der Abwertung und fühlte sich bei allen Entschließungen währungspolitischer Art überlegen. Als Amerika 1933 seine Währung vom Golde löste, wurden die Rollen vertauscht. London blickte voll Beängstigung nach New York und kabelte ebenfalls wohlgemeinte Ratschläge. Gleichzeitig aber versuchte es, mit den reichen Mitteln seines — zu diesem Zwecke erhöhten — Währungsausgleichfonds den Vorsprung der Entwertung zu halten, und es tobte ein heißer Kampf um die Relation 1 : 4,86.

Die Ziele Englands waren von Anfang an einfach und übersichtlich. Man begnügte sich mit zwei einschneidenden Gesetzen, die die Bankakte aufhoben und den Schutzzoll einführten, während Amerikas Währungsmaßnahmen verwirrend wirkten, da sie eine völlige

Abkehr von den althergebrachten Methoden darstellten. Ursache und Ausgangspunkt der Währungsexperimente der beiden Staaten sollen uns die Gegensätzlichkeit der Erwägungen und Durchführungen näherbringen.

Schon in der Tradition der englischen Währungspolitik liegt gegenüber der der Vereinigten Staaten ein großer Unterschied. England ist das klassische Land der relativen Währungsstabilität. Nach der Peel's-Akte war England nur viermal gezwungen, die Goldeinlösepflicht der Bank von England aufzuheben. In den Krisenjahren 1847, 1857, 1866, 1914—1919 wurde die Einlösungspflicht der Noten aufgehoben,[1]) was aber keinen Versuch der Krisenbereinigung durch eine Inflation auslöste, sondern zur Durchführung einer strengen Haushaltspolitik führte. Daß der Weltkrieg eine Schwäche des Pfundes mit sich brachte, ist nicht zu verwundern. Auffällig ist aber die geringe Quote der Abwertung der englischen Währung gegenüber denen der anderen kriegführenden Staaten, welche die Lasten des Krieges durch Devalvation in einfacher, aber ungesunder Weise auf die Bevölkerung abwälzten. Frankreich und Italien entzogen ihren Rentnern im staatlichen Ausgleichsverfahren einen Teil ihres Vermögens. Der deutsche Gläubiger verlor in dem Staatskonkurs seine gesamten Gelder. Nur England wertete nicht ab, sondern ging dazu über, seine Friedensparität wieder herzustellen, um damit äußerlich die Beständigkeit des englischen Kapitalmarktes der ganzen Welt vor Augen zu führen. Die Gläubiger Englands erhielten 20% Sonderprämie, die England gerne bezahlte, wenn es ihm auf diese Weise gelang, die ins Wanken geratene Stellung als Weltbankier wieder zu festigen. In dem durch den Krieg vollkommen entschuldeten Amerika war der Londoner City ein gefährlicher Geschäftsgegner erwachsen; er war umso gefährlicher, als England stark nach Amerika verschuldet war.

Die Churchill'sche Maßnahme der Wiederaufwertung löste eine Deflation aus, welche die Industrie schwerer traf, als man erwartet hatte. Die Arbeitslosenziffer stieg ständig an und wies im letzten Viertel des Jahres 1931 3 Millionen Erwerbslose aus. England hätte diesen Druck sicherlich heroisch getragen, wenn nicht auch die Zahlungsbilanz Englands passiv geworden wäre. Englands Stellung als Weltbankier war teilweise an Amerika verloren gegangen. Während London früher mit eigenen Mitteln arbeiten konnte, mußte es heute seine Klienten mit geborgtem Geld versorgen. Die Gewinne waren

[1]) Am 6. August 1914 wurde die Goldeinlösepflicht der Bank von England nicht aufgehoben; praktisch kam jedoch das Verhalten der Bank von England der Aufhebung der Goldeinlösepflicht gleich. Jeder, der die Einlösung forderte, wurde einem derart peinlichen Verhör über den Zweck der Einlösung unterzogen, daß der Bittsteller mit mehr oder weniger sanftem Druck veranlaßt wurde, sein Ersuchen zurückzunehmen. (Siebert, Bruno: Drei Jahre Goldsuspension in England. Berlin 1935. S. 6.)

zwar sehr bedeutend, aber sie flossen nur zu kurze Zeit, um größere Kapitalbildungen zu ermöglichen.

Spiegelbild dieser Entwicklung[3]) ist die englische Zahlungsbilanz, die 1928 noch mit etwa 200 Mill. Lst, 1929 mit 103 Mill. Lst und 1930 nur noch mit 30 Mill. Lst aktiv war. 1931 wies sie ein Passivum von etwa 110 Mill. Lst aus. Die Gründe für diese Entwicklung liegen klar zu Tage. Die südamerikanischen Schuldnerstaaten wurden infolge der Krise der Rohstoffmärkte zahlungsunfähig. Dann brachte die österreichische und deutsche Finanzkatastrophe der Londoner City große Verluste, was zur Folge hatte, daß Englands kurzfristige Verschuldung stieg. Der Mac-Millan-Report[4]) spricht von 250 Mill. Lst kurzfristiger Verbindlichkeiten. Diese Feststellungen wirkten für England geradezu sensationell. Man war sich sofort darüber im klaren, daß das Pfund einerseits durch hohe Preise und passive Zahlungsbilanz und andererseits durch die Tatsache der kurzfristigen Verschuldung, sowie dem Abzug ausländischer Gelder in Gefahr war. Die Handelsbilanz verschlechterte sich ständig. Das Budget rechnete 1931 mit einem Fehlbetrage von 170 Mill. Lst. Die Goldvorräte der Bank von England waren im März bis auf 147 Mill. Lst zusammengeschrumpft. Im September fielen die Goldbestände bis auf 130 Mill. Lst, einem bisher nie gekannten Tiefstand. Der in der Zwischenzeit in Amerika und Frankreich aufgenommene Kredit von zusammen 130 Mill. Lst war ebenfalls verbraucht und seine Rückzahlung gefährdet.

Amerika und Frankreich waren nicht gewillt, ihre Politik zu ändern. Doch unterstützten sie London in seinem Bemühen, die Stabilität des Pfundes aufrecht zu erhalten. Frankreich erklärte sich im entscheidenden Augenblick bereit, England Franc-Kredite zur Verfügung zu stellen, die von England aber nicht in Anspruch genommen wurden.

England manipulierte zuerst mit den traditionellen Mitteln der Diskontpolitik und erhöhte die Bankrate mehrmals, bis sie letztlich nach der Suspendierung der Bankakte auf 6% gestiegen war; die fiduziäre Emission der Bank von England wurde von 206 auf 275 Mill. Lst heraufgesetzt, beides Maßnahmen, die eher krisenverschärfend als -mildernd wirkten. Gleichzeitig entband sie die Bank von England der Pflicht, den Goldkurs des Pfundes weiter aufrecht zu erhalten. Damit war die Entwicklung von 1925—1931 abgeschlossen. Das Budget von 1932 räumte radikal mit dem Fehlbetrag auf, und man überließ es dem Pfund selbst, seine wahre Relation zum Gold zu finden. Der Dollar-Kurs fiel unter heftigen Schwankungen von einer Parität von $4{,}86^{2}/_{3}$ bis auf 3,30 im Dezember 1931.

---

3) Vgl. The Economist: The end of an Epoch. 1931. S. 547.
4) Mac-Millan-Report. Sommer 1931.

Dann änderte sich das Bild. Das Vertrauen zum Pfund lebte wieder auf, und der Kurs stieg.

*

Wesentlich anders war die Lage in den Vereinigten Staaten. Dort waren alle Faktoren vorhanden, die eine Werterhaltung des Dollars ermöglicht hätten. Nur das wichtigste Element fehlte: Das Vertrauen zur Währung, welches England dank seiner jahrzehntelangen gesunden Politik selbst in den Krisenjahren nicht verlor. Zunächst war die Zahlungsbilanz während der ganzen Nachkriegszeit bis 1936 aktiv. Zuletzt allerdings auf einem Stand, der an die Jahre der Prosperität, als die Handelsbilanz im Jahre 1928 ein Aktivum von 1037 Millionen[5]) Dollar auswies, nicht im geringsten heranreichte.

Daneben ist Amerika der größte Goldbesitzer der Welt. Zur Zeit der Abwertung Ende April 1933 betrug der Goldbestand nicht weniger als 4300 Mill. Dollar. Daß die spekulativen Goldabzüge, die im Frühjahr 1933 beendet wurden, die Goldbilanz nicht erschüttern konnten, steht außer Zweifel.

Die beiden Grundsäulen des Dollars standen fest. Eine Schwäche war nicht zu erwarten. Selbst breite Angriffe auf den Dollar mußten scheitern. Dennoch überstand er die letzte der drei Bedrängungen nicht, bzw. er wollte sie nicht überstehen. Dies ist der zweite grundlegende Unterschied zwischen dem Verhalten Englands und dem der Vereinigten Staaten.

Im September 1931 wurde der Dollar zur Zeit der englischen Währungskrise zum ersten Male angegriffen. Die Federal Reserve Banken verloren 500 Mill. Dollar Gold. Eine energische Kreditpolitik und eine Erhöhung der Bankrate von 1½ auf 3½% überwand diese Krise. Eine zweite Schwäche erkennen wir bei dem Dollar Mitte 1932, als der Goldbestand auf einen seit langem nicht gekannten Tiefpunkt von 3909 Mill. Dollar gefallen war. Auch aus dieser Krise ging der Dollar sicher hervor. Die kritischste Phase des Dollar trat März 1933 ein, als eine Reihe von Faktoren zusammenwirkten, die eine Vertrauenskrise größten Ausmaßes auslösten. Am 11. Februar 1933 wurde eine unbedeutende Bank in Detroit zahlungsunfähig. Jeder amerikanische Bürger glaubte sein Geld gefährdet und hob es ab. Dieser Run auf die Banken zerstörte im Augenblick das amerikanische Kreditgebäude.

Bis zum 9. März 1933 war der gesamte normale Zahlungsverkehr unterbrochen. Der unbedingt erforderliche Geldverkehr wurde mit Notgeld aufrecht erhalten. Nach den Bankfeiertagen erholte sich der

[5]) Am 31. Januar 1933 betrugen die ausländischen Depositen bei den Federal Reserve Banken und die „Contingent Liability", die für fremde Rechnung angekauft waren, 41 Mill. Dollar. (Federal Reserve Bulletin, Februar 1934, S. 94.)

Dollar noch einmal. Die Goldbestände wurden nach der Krise kaum in Anspruch genommen. Das rechtfertigt den Schluß, daß Amerika, wenn es nur gewollt hätte, der neue Währungskrise hätte bereinigen können. Besonders deshalb, weil die ausländischen Guthaben derart abgenommen hatten, daß der Abzug der restlichen Gelder keine nennenswerten Gefahren mit sich gebracht hätte. So stellt Gregory[6]) fest: „It cannot be legitimately argued that there was anything in the immediate situation to warrant the abandonment of the gold standard in 1933". Amerika wollte den Dollar nicht halten. Die Devalvation war bequemer.

B. Der englische „Exchange Equalisation Account"[7])

Die Einrichtung des englischen „Exchange Equalisation Account" ist eine Neuschöpfung der englischen Währungspolitiker gewesen. Dennoch konnte man sich auf die Beispiele früherer ähnlicher Ausgleichstellen stützen.

England besaß nach dem Kriege einen „Exchange Equalisation Fund", den sogenannten Dollarfonds, welcher errichtet wurde, um den Druck auf die englische Währung auszugleichen, der durch die Kriegsschuldenzahlungen und die damit verbundenen Dollarkäufe entstehen mußte. Dieser Fund kaufte bei günstigem Kursstand Dollars auf und reservierte sie für die Zahlungstermine. Sein Arbeitsfeld war wesentlich enger, als das des heutigen Fonds.[8])

---

[6]) T. E. Gregory: Twelve Month of American Dollar Policy. In: Economica, London, Mai 1934, S. 131.

[7]) Vgl. besonders dazu:

H. H. Hohlfeld: Der englische Währungsausgleichfonds. In: Bank-Archiv, 1. und 15. Oktober 1936.
H. Koch: Währungsausgleichfonds, Bleicherode, 1936.
N. F. Hall: The Exchange Equalisation Account, London, 1935.
N. Crump: The Development of Exchange Funds. In: Lloyds Bank Limited Monthly Review, London, Januar 1937.
G. M. V. Stuart: Währungsausgleichfonds. In: Amsterdamsche Bank N. V., Januar 1937.
P. B. Vigreux: Le Fonds britanique d'égalisation des changes. In: Revue Economique internationale, 26. Jahrg., Nr. 3.
Paish: The british Exchange Equalisation Fund. In: Economica, London, Febr. 1935; The british Exchange Equalisation Account in 1935. In: Economica, Febr. 1936.
Midland Bank: Exchange Stabilisation Funds, Febr./März 1937, London.
C. A. Klaasse: De Werking der Egalisatiefondsen. In: Economisch-Statistische Berichten, Rotterdam, 1936, Nr. 1095.
Comstock: The british Exchange Equalisation Account. In: The American Economic Review, New York, Dezember 1935.
The Economist: The Exchange Equalisation Account, 1934, S. 461 ff.; The Exchange Fund. 1932, S. 902 ff.; The Mechanism of Exchange Funds. 1936, S. 68 ff.
The Statist: Exchange Fund Position. London, 19. Dezember 1936.
Otto Veit, Sinn und Geheimnis der Währungsausgleichfonds. In: „Die Wirtschaftskurve". Frankfurt/M. Mai 1937.

[8]) Einzig: The comedy of the Pound. London, 1933, S. 187.

Auch konnte sich England an das Beispiel Frankreichs halten, wo vor der 1926 erfolgenden de jure-Stabilisation bereits inoffiziell eine Art Valutaausgleichstelle bestand, die den Wechselkurs niedrig halten sollte und dies auch erreichte, trotz des großen Kapitalzustromes und der damit verbundenen Nachfrage nach französischen Francs.[9])

1. Gründe der Errichtung.

Das um die Jahreswende 1931/32 wieder erwachende Vertrauen zum Pfund machte die englische Devise erneut begehrt, und der Kurs stieg, was die Spekulation zum Anlaß nahm, Kapital nach London zu legen, um an der Aufwärtsbewegung teilzuhaben. Es entstand nun die Frage, welche Instanz mit der Kursmanipulierung beauftragt werden sollte. Zunächst griff die Notenbank ein, nachdem ihr das Schatzamt die Zusicherung gegeben hatte, sie für entstehende Kursverluste aus ihrer Interventionstätigkeit schadlos zu halten. So beobachtete die Bank von England den Devisenmarkt, während das Schatzamt die Pflege des Goldmarktes übernahm, dem durch die Ereignisse des 21. September 1931 die Stütze der Bank von England verloren gegangen war. Bank und Schatzamt arbeiteten sich bei dieser Marktregelung gegenseitig in die Hände. Die Bank hielt die Devisenkurse, besonders den für die Goldversendungen gefährlichen Frankenkurs niedrig. Das Schatzamt dagegen drückte den Goldkurs bis zu 2% über die theoretische Frankenparität, um für den Hauptteil des zugewanderten Goldes einen Export unmöglich zu machen und gleichzeitig eine stille Währungsreserve aufzubauen.[11])

Die Entwicklung der weltwirtschaftlichen und währungspolitischen Lage vieler Länder führte alsbald zu der Erkenntnis, daß unter Umständen Interventionen notwendig würden, die nur mit umfangreichen Mitteln durchgeführt werden könnten und große Risiken einschlössen. Zu diesen Erwägungen traten die Schwierigkeiten einer entsprechenden Aenderung der Notenbankgesetzgebung. Auch war man sich von Anfang an darüber im klaren, daß nur eine geheim arbeitende Stelle für die geplanten Zwecke geeignet war. Bliebe nämlich die Bank von England das ausführende Organ, so hätten alle Eingriffe als Veränderungen in den Bankausweisen ihren Niederschlag finden müssen. Daneben konnte oder wollte die Bank von England nicht die alleinige Verantwortung für diese neue Art der Devisenpolitik übernehmen.

9) Schmölders: Frankreichs Aufstieg zur Weltkapitalmacht, Diplomatie und Strategie des französisschen Geldes seit 1926. Berlin 1933.
11) H. H. Hohlfeld: a. a. O. S. 7/8.

Diese Erkenntnis führte zu dem Entschluß, der Notenbank die währungspolitischen Funktionen zu nehmen[12]) und eine Ausgleichstelle einzurichten, als deren Fiskalagent die Bank von England gedacht war. Diese Lösung entspricht der englischen Tradition: Man sieht ein, daß infolge der veränderten Währungsverhältnisse weitaus größere Anforderungen an die Währungspolitik gestellt werden und daß es notwendig sein wird, eine der wichtigsten Aufgaben der Bank von England zu verstaatlichen, ohne jedoch ihre ehrwürdige Tradition anzutasten und der Oeffentlichkeit das Vordringen des Interventionismus zum Bewußtsein zu bringen. Diese Notwendigkeit gab der Schatzkanzler sieben Monate nach der Goldsuspension am 19. 4. 1932 im Unterhaus bekannt.[13])

2. Errichtung, Aufgabe und Mittelausstattung des Account.

Nach kurzem Zwischenstadium wurde der vorgeschlagene Fonds durch die „Finance Act" vom Mai 1932 gesetzlich konstituiert, nachdem er schon vorher seine Tätigkeit aufgenommen hatte.

Zunächst befreite der Account die Bank von England von den übergroßen Beträgen fremder Valuten, die sie im Laufe ihrer Interventionstätigkeit aufgenommen hatte. Damit vergrößerte er seine Devisenbestände, die mit den Mitteln des ehemaligen Dollarfonds zu knapp bemessen waren. Der Ausweis des Issue Departments läßt unter der Position „Other Deposits", die im Mai 1932 einen Betrag von 64 Mill. Lst überschritten hatten, ein sprunghaftes Fallen der Devisenbeträge erkennen. Seit 1934 bewegen sie sich ständig an der 1 Mill. Lst-Grenze. Die Bank erhielt zum Ausgleich Government Securities.

Der englische Account wurde offiziell mit der Kontrolle der Wechselkurse betraut, um die englische Währung zu stützen und unerwünschte Schwankungen des Pfundkurses auszuschalten.[14]) Das hieß aber nicht, wie so häufig zum Ausdruck gebracht wurde, den Pfundkurs zu stabilisieren, noch den Pfundkurs hochzuhalten. Vielmehr sollen sich die freien Kräfte des Marktes bis zu einem gewissen Grade ausspielen. Die Grenze der Eingriffe zu finden, liegt jederzeit in dem Ermessen des Schatzsekretärs.[15])

Die Einrichtung des Währungsausgleichfonds ging durchaus nicht widerspruchslos vonstatten. Besonders fühlten sich die Steuerzahler bedroht. Viele Parlamentsmitglieder nannten ihn einen riesenhaften

12) Hall widmet der Frage, ob der Fonds in die Bank von England eingegliedert werden könnte, in seinem Buche über den englischen Account größeren Raum und ist der Ansicht, daß dies durchaus möglich sei.

13) Vgl. Parliamentary Debates. Commons, Bd. 264, S. 1425.

14) Vgl. The Economist, 1932. S. 902 u. S. 960.

15) H. H. Hohlfeld: a. a. O. S. 9/10.

„Spekulationsfonds" und wiesen auf die Rückschläge hin, die mit den Verlustgeschäften des Fonds verbunden sein müßten. Einer der Hauptgegner schrieb an die „Times" folgenden Brief[16]):

> „I wish I had more faith in the wisdom of the Treasury in buying gold and dollars, instead of leaving it to you and me. But at least we may enjoy that 'one touch of nature' which unites the British Treasury and the dog-Trock tote devotee. Gambling is great fun, especially whith other people's money."

Auch im Auslande sah man in der neuen Einrichtung eine unerwünschte staatliche Stelle, die auf Kosten der am internationalen Zahlungsverkehr Beteiligten die Spekulationsgewinne einheimse. In diesem Sinne äußerte sich ein unter dem Pseudonym „Augur" schreibender Korrespondent der „New York Times":[17])

> „A far-reaching program of selling the pound short was begun (Oktober 1932) by Great Britain. After the Dec. 15th payment was made the pound again rose. Then . . . the stabilisation account began to buy low and sell on the rise, realizing a good profit."

Der Fonds wurde mit 100 Mill. Lst dotiert, wie der Wochenausweis der Staatseinnahmen und -ausgaben zeigt. Von dieser Summe liehen die Bank von England 19,5 Mill. Lst, 35,35 Mill. Lst öffentliche Stellen; den Rest bildeten Schatzwechsel, die nach Fälligkeit jeweils erneuert werden. Dazu kamen die schon vorher erwähnten 25 Mill. Lst aus dem damals vorhandenen aber unbenutzten Dollarfonds. Diese Dotierungen können bis zur effektiven Benutzung als reine Buchungsvorgänge betrachtet werden, die zunächst keinen störenden Einfluß auftreten ließen.

Nach Erschöpfung dieses Interventionskapitals bewilligte das Parlament am 1. 7. 1933 weitere 200 Mill. Lst in Schatzwechseln, vor allem, um der damals durch die Dollarabwertung geschaffenen Unruhe zu begegnen. Ende Juni 1937 wurde das Kapital aus vorsorglichen Gründen wegen des erwarteten Zustromes ausländischen Fluchtkapitals um weitere 200 Mill. Lst erhöht. Insgesamt 575 Mill. Lst stellen somit die Gesamtdotierung des Account dar.

Die in einem Zuge erfolgte Dotierung des Account hatte gegenüber einer sukzessiven Beschickung den Vorteil, daß aus der Mittelübertragung nicht die Höhe der Fondsoperationen ersehen werden konnte.

Der Account wird durch die Behörden des Schatzamtes kontrolliert. Er arbeitet eng mit der Bank von England zusammen, die für

16) Times vom 9. März 1932.
17) New York Times vom 7. März 1932.

ihn als Agentin auftritt. Daneben wird er von dem „Foreign Transactions Advisory Council" und dem "Foreign Exchange Comitee" beratend unterstützt.

3. Berechnungsversuche über die genaue Größe des Account.

Die genaue Größe des Account, wie auch die Zusammensetzung seiner Mittel, ist jedoch unbestimmbar, besonders deshalb, weil Gewinne und Verluste zu verbuchen sind. Daß Gewinne erzielt wurden, geht aus den Aeußerungen des Schatzkanzlers hervor, und daß Verluste zu buchen waren, ersehen wir aus den Goldverkäufen des Account an die Bank von England.

Trotz der Schwierigkeiten, die mit der Lüftung des Geheimnisses um die Bewegungen der Fonds verbunden sind, ist von Paish[18]) versucht worden, den wöchentlichen Bestand des englischen Fonds zu errechnen und seine Bewegungen von der Gründung Ende Juni 1932 bis Ende 1935 zu verfolgen.

Paish geht davon aus, daß die Mittel der Fonds aus zwei Teilen bestehen, nämlich aus Sterlingguthaben in der Form von Schatzwechseln (Treasury Bills) und aus fremder Währung oder Gold. Für die Erkenntnis der Arbeitsweise des Fonds ist die Ermittlung der jeweiligen Größe dieser Bestände an Schatzwechseln oder auch an Pfund Sterling oder Gold und Devisen notwendig. Der Fonds verkauft nur Schatzwechsel, wenn er Pfunde zu Interventionen benötigt und zieht Schatzwechsel aus dem Verkehr, sobald er Gold oder Devisen zur Verringerung des Pfundangebotes abgegeben hat. Der Schatzwechselbestand wächst also, wenn der Gold- und Devisenbestand fällt, sonst ist es umgekehrt. Paish versucht, den Bestand an Schatzwechseln im Besitz des Fonds zu errechnen, indem er von dem ausgewiesenen Gesamtumlauf der Schatzwechsel zunächst diejenigen Wechsel, die am offenen Markt ausgeschrieben werden, abzieht. Es bleibt ein Rest übrig, der nicht am Markt abgesetzt worden ist, sondern der bei „Gouvernment Departments" (Regierungsstellen) zu festen Sätzen von der Bank von England untergebracht wird. Ueber die bei Regierungsstellen untergebrachten Schatzwechsel, die sogenannten „tap-bills", bestehen keine öffentlichen Ausweise; doch kennt man die Gesamtumlaufmenge und auch ihre Umlaufzeit, sodaß man die wöchentlich umlaufende Menge berechnen kann. Der Verfasser glaubt auf Grund einer „unbewiesenen Annahme, daß diese Regierungsstellen einen mehr oder weniger konstanten Betrag an

18) F. W. Paish: The British Exchange Equalisation Fund. In: Economica, London. Februar 1935. S. 61 ff.
Paish: The British Exchange Equalisation Fund in 1935. In: Economica, London. 1936. S. 78. ff.
The Economist, 1935, S. 368 und 420 bringt ähnliche Ausführungen. Vergleiche ebenfalls: The Economist, 1934, S. 520. The Distribution of the Treasury Bills.

Schatzwechseln halten."[19]) Er schlägt diesen Betrag, den er aus der Durchschnittsziffer von 1930/31 errechnete, zu der Summe der am offenen Markt verkauften Schatzwechsel und erhält so von der Gesamtumlaufmenge der Schatzwechsel eine Differenz, die den Bestand des Währungsausgleichfonds an Schatzwechseln und an Sterlingguthaben darstellt. Da man die Höhe der Dotierung des Fonds kennt (dies aber auch nur beschränkt, weil die Verluste oder Gewinne aus den Transaktionen des Fonds teilweise unbekannt bleiben), läßt sich aus dieser Reihe mit gewissen Einschränkungen der Gold- und Devisenbestand ablesen.

Diese komplizierte Rechnung wird noch dadurch erschwert, daß der Fonds seine Sterlingguthaben von Zeit zu Zeit durch Goldverkäufe an die Bank von England auffrischt. Er erhält jedoch von der Bank von England nur den statutarisch festgelegten Satz, muß also jeweils einen Verlust buchen, da der Marktpreis für Gold höher ist, als der Satz des Bankstatus. Bei einer späteren Neufestsetzung des Goldpreises wird zwar der Verlust zweifellos in einen Gewinn für das Schatzamt umschlagen, doch erschwert diese Tatsache die Errechnung der dem Fonds tatsächlich zur Verfügung stehenden Mittel.

Ueber das Ergebnis äußert Paish sich selbst: „Trotz der vielen und zweifelhaften Voraussetzungen schien es der Mühe wert, mit Hilfe der angeführten Methoden den Versuch zu unternehmen, die Bewegungen der Fonds zu verfolgen, und in der Tat entsprechen die Ergebnisse so genau den Mutmaßungen über die jeweiligen Transaktionen des Fonds und stimmen im allgemeinen derart mit der Bewegung der Wechselkurse überein, daß die Voraussetzungen als im großen ganzen berechtigt angesehen werden können, jedenfalls, soweit es sich um die Vergangenheit handelt."[20])

Trotzdem die Zahlen exakt, fast zu exakt erscheinen, bergen sie sicherlich manchen Fehler, denn wie Paish selbst zugibt, stützen sich seine Untersuchungen auf „two assumptions, both of which are very uncertain, so that final estimate can at best represent only a very rough approximation to the truth."[21])

Wenn auch die wirkliche Größe des Account nicht zu berechnen ist, so sind jedoch wertvolle Maßstäbe zu gewinnen, an denen man das Gebaren des Account feststellen kann. Paish's Methode läßt brauchbare Schlüsse zu, anscheinend so brauchbare, daß sich die englische Regierung gezwungen sah, den Artikel dieses Verfassers in der „Ecconomica" negativ kritisieren zu lassen.

19) Paish: a. a. O. S. 64.

20) F. W. Paish: The British Exchange Equalisation Fund. In: Economica, London, Febr. 1935 S. 64

21) F. W. Paish: The British Exchange Equalisation Fund in 1935. In: Economica, London 1936 S. 78.

Neben diesem dargestellten Weg, Bestände und Bewegungen des englischen Account zu berechnen, gibt es noch eine zweite Möglichkeit, zu ähnlichen Resultaten, allerdings auch nur annäherungsweise, zu kommen.

Bei Betrachtung der internationalen Goldbewegungen bezw. der Zu- und Abnahme der Goldbestände der Notenbanken können wir besonders in den letzten Jahren die Feststellung machen, daß größere Beträge an Währungsmetall „verschwunden" sein müssen. Derartige Berechnungen auf einzelne Länder angestellt ergeben Differenzziffern, aus denen sich nach Abzug der Goldneuproduktion und der aus Privathorten stammenden Goldbeträge ein Annäherungswert für die Bestandszu- oder -abnahme der Fonds innerhalb der Ausweisperiode ergibt.

Aus der Reihe der Untersuchungen greifen wir ein Beispiel heraus. Der Economist[22]) glaubt feststellen zu können, daß der englische Account von der Notenbank bis zum März 1936 einen großen Teil der 330 Mill. Lst Gold (nach dem derzeitigen Goldkurs), die aus den Tresoren der Notenbank „verschwunden" sind, empfangen hat. Hohlfeld[23]) schließt daraus, daß in England im Sept. 1936 für Währungszwecke, einschließlich der Goldbestände der Bank von England, ca. 700 Mill. Lst Gold zur Verfügung standen.

Trotz aller Versuche, so sorgfältig und genau sie auch durchgeführt sein mögen, ist die Tätigkeit des Fonds, wie auch die Bewegung seiner Bestände, bis heute ungeklärt geblieben. Wenn sich auch die Bankinstitute und Währungsfachleute durch ständige Beobachtungen ein annäherndes Bild machen können, so hat doch die völlige Ungeklärtheit die Arbeit des Fonds weitgehend erleichtert.

Neuerdings veröffentlicht die englische Regierung nach einem im Unterhaus von Sir John Simon vorgebrachten Antrag Halbjahrsausweise, die den Bestand an Gold und Devisen oder Pfund Sterling ausweisen. Regelmäßig Ende Juni und Ende Dezember wird der Ausweis bekannt gegeben, doch jeweils für den drei Monate zurückliegenden Termin.[24]) Ursache zu diesem Schritt war die Befürchtung der Gefährdung des Vertrauens für die englische Währungspolitik.

4. Account und Bank von England.

Der Account begann seine Tätigkeit in einer Zeit, in der sich in England noch keine klare Vorstellung über die künftige Entwicklung des Pfundes gebildet hatte. Dennoch war man sich in den britischen Regierungskreisen bewußt, daß eine Rückkehr zur alten Goldparität

22) The Economist: Britain's Gold-Reserve. 1936. S. 123. Vgl. auch den Bericht der Bank für internationalen Zahlungsverkehr vom Mai 1936 S. 28/29.

23) Hohlfeld: a. a. O. S. 40.

24) Frankfurter Zeitung 29. Juni 1937.

nicht in Frage kam, und daß vor Bestimmung einer neuen Parität Ruhe in der internationalen Währungslage eingetreten sein müßte. Man wollte sich vor allen Dingen Zeit lassen, ohne jedoch das Pfund Sterling dem freien Spiel auszusetzen, d. h. sich selbst überlassen. Nur eine vorsichtige und zielbewußte Devisenpolitik konnte den Zeitraum bis zur Neustabilisierung überbrücken. Daneben sollten die Goldbestände der Bank von England aufgefüllt werden, die infolge der Krise von 1931 stark geschwächt waren. Dies war jedoch mit Schwierigkeiten verbunden.

Trotz der Einlösepflicht von Noten in Gold bewertet die Bank von England gemäß ihren Statuten Gold zum festen Satz von annähernd 84 sh 11 d die Unze Feingold. Durch das Abgleiten des Pfundkurses erhöhte sich der Goldpreis in devalvierter Währung erheblich. Die Bank von England hätte nun im Laufe ihrer Kontrollarbeit große Mengen Devisen bezw. Gold aufnehmen müssen, was der Bank regelmäßig einen Verlust durch die Bewertung zur alten Parität eingetragen hätte. Darüber hinaus hätten die dauernden Goldschwankungen erhebliche buchtechnische Schwierigkeiten bereitet, und die Klarheit des Bankausweises hätte gelitten.

Es ist bekannt, daß der Kurs des Pfundes gelegentlich auch mit Gold gestützt werden mußte. Doch nach der Krise von 1931 war es in der Hauptsache erforderlich, Gold aufzukaufen, um den Wert des Pfundes niedrig zu halten, besonders angesichts der großen Kapitalmengen, die über den „Engpaß von Paris“[25]) nach England einströmten. Es war ein günstiger Umstand, daß der Fonds zu einer Zeit eingerichtet wurde, als fremdes Kapital nach London zurückfloß, sodaß der Account nur als Verkäufer und nicht als Käufer von Pfund-Sterling aufzutreten brauchte. Der Zug zum Pfunde war sogar so stark, daß die großen Mittel des Account in Finanzkreisen schon als erschöpft angenommen wurden. Der Account erhielt umfangreiche Mengen Gold, welches er, um in eigener Währung liquide zu bleiben, des öfteren an die Bank von England übertragen hat und dafür Pfund Sterling erhielt.[26]) Vor einigen Jahren hätte man keinen besonderen Grund darin gesehen, warum die Bank von England ihre Goldbestände erhöhen sollte, da die vorhandenen Goldreserven durchaus den statutarischen und psychologischen Anforderungen genügten und sonst keinem praktischen Zwecke dienten. Man muß daher folgern, daß die Uebernahme des Goldes hauptsächlich

25) In der Praxis handelte der Fonds nur mit Währungen des Goldstandards, zuerst in Francs und Dollars und später, nach dem Frühjahr 1933, nur noch mit dem Franc. Seit dem Dreierabkommen wird wieder mit dem Dollar gearbeitet.

26) Wenn die Beleihungsgrenze des Fonds erreicht war, standen den Währungsbehörden drei Wege offen: 1. Den Pfundkurs sich selbst zu überlassen, 2. die Beleihungsgrenze des Fonds heraufzusetzen, 3. Pfunde durch Goldverkäufe an die Bank von England zu erhalten.

den Zwecken des Account diente,[27]) der durch diese Maßnahme einen erheblichen Zuwachs an eigener Währung erfuhr.

Ueber den Account gelangt nunmehr das Gold an die Bank von England. Der Account kauft Gold auf dem freien Markt und gibt es mit Verlust an die Bank von England weiter. Eine größere Transaktion dieser Art fand im Dezember 1936 statt.[28]) Es wurde zwar die Herkunft des Goldes nicht erklärt, auch verweigerte Schatzkanzler Chamberlain jede Auskunft, als im Ausweise des Issue Departments ein Goldzugang von 65 Mill. Lst erschien. Doch war es allgemein bekannt, daß die Bank von England 65 Mill. Lst Gold vom Währungsausgleichfonds gegen Staatspapiere, wahrscheinlich Schatzwechsel, gekauft hat. Sie wurden der Rücklage der fiduziären Notenausgabe[29]) entnommen. Weitere 5 Mill. Lst stammten aus nicht näher dargestellten Quellen. Diese 65 Mill. Lst Gold kaufte die Bank von England zu ihrem statutarischen Satz von 84 sh 11 d die Unze Feingold an. Dem Account entstand aus der Differenz zwischen Marktpreis und statutarischem Bankpreis ein Verlust von annähernd 43 Mill. Lst, da zur Zeit der Transaktion der Marktpreis für die Unze Feingold 141 sh 9 d betrug. Der Account hat daher für die erhaltenen 65 Mill. Lst insgesamt für 108 Mill. Lst Gold übereignen müssen.[30]) [31])

Dennoch wirkten die übertragenen 108 Mill. Lst auf das Kreditvolumen nur wie ein Goldzufluß von 65 Mill. Lst, da die Bank von England auf Grund ihres statutarischen Goldankaufsgesetzes nur berechtigt ist, nach dem am Tage der Goldübertragung berechneten Verhältnis von 10 : 6,01 des erhaltenen Goldes neue Noten auszugeben. Hieraus ergeben sich unter Umständen eigenartige Wirkungen für die Banken. Die Privatbanken übernahmen ein Devisenguthaben von 108 Mill. Lst, welches sie dem Account gegen Schatzwechsel übereigneten. Die Depositen der Banken stiegen um 108 Mill. Lst und der Schatzwechselbetrag nahm um den gleichen Betrag zu. Die Liquidität der Banken verschlechterte sich. Die Bank wird die neugeschaffenen 65 Mill. Lst Noten zum Ankauf der Schatzwechsel benutzen, die sie zum Erwerb des Geldes benötigt. Kauft die Bank von England diese Schatzwechsel von den Privatbanken, welche die Devisen des Ausländers in der Höhe von 108 Mill. Lst über-

27) Midland Bank, Monthley Review: Exchange Stabilisation Funds, London, März/April 1937 S. 5.

28) Vgl. Norman Crump: a. a. O. S. 3/4 und „Wirtschaftsdienst" 1936, Heft 51, S. 1843.

29) „fiduciary issue" bedeutet den nicht durch Gold, sondern durch Staatstitel gedeckten Teil des Notenumlaufes.

30) Nach dieser Goldübertragung verblieb dem Account — nach den Schätzungen des „Statist" (19. Dez. 1936) — ein Goldsaldo von 155 Mill. Lst.

31) Eine weitere Goldübertragung an die Bank von England fand am 11. Mai 1937 statt. Der Fonds verkaufte für 5 Mill. Lst Gold an die englische Notenbank (Kölnische Zeitung vom 12. Mai 1937 oder auch The Economist vom 15. Mai 1937 in „The Exchange Account and Gold").

nommen hatte, so vermindern sich die Schatzwechselbestände auf 43 Mill. Lst., während der Kassenbestand um 65 Mill. Lst zunimmt. Die Liquidität würde verbessert. Will der Ausländer nunmehr sein Guthaben in bare Kasse umtauschen, muß die Privatbank 43 Mill. Lst Schatzwechsel auf dem Markte unterbringen oder sie eigenen Kassenbeständen entnehmen. Sie verschlechtert dadurch ihre eigene Liquidität, oder die anderer Banken. Beabsichtigt der Ausländer, Schatzwechsel zu kaufen, so kann ihm die Bank vorerst nur die vorhandenen 43 Mill. Lst Schatzwechsel zur Verfügung stellen und muß solche Papiere gegebenenfalls bei fremden Banken kaufen oder eigenen anderen Beständen entnehmen. Die Liquidität erhöht sich in diesem Falle erheblich.

Wir gewinnen aus diesen Feststellungen die Erkenntnis, daß Goldübertragungen an die Bank von England — je nach dem Verhalten des Ausländers — zu einer Verbesserung oder Verschlechterung der Bankenliquidität führen können, und zwar in allen denkbaren Graden, da es im Ermessen des Ausländers steht, entweder sein ganzes Guthaben abzuheben, oder etwa einen Teil in Schatzwechsel anzulegen und einen Rest bei der Bank zu belassen.[32])

Das englische Schatzamt war offenbar der Ansicht, daß die Goldübertragungen verflüssigend wirken würden. Deswegen wurde am 16. Dez. 1936 im Einvernehmen mit dem Schatzamt der Betrag der fiduziären Notendeckung abermals herabgesetzt, und zwar von 260 Lst auf 200 Lst. Der Ausweis des Issue Departments spiegelt die Transaktion wieder.

In der oben dargestellten Goldübertragung ist die fiduziäre Notenausgabe nicht um den gleichen Betrag, sondern nur um 60 Mill. Lst herabgesetzt worden, sodaß die Bank einen zusätzlichen Emissionsspielraum von 5 Mill. Lst erhielt. Der englische Geldmarkt reagierte daraufhin mit einer Ermäßigung der Sätze. Man hat also gelegentlich der Goldübertragung dafür gesorgt, daß die Politik des billigen Geldes bestehen bleibt, die der Schuldenkonversion eine Erleichterung bietet. Dies ist ein wichtiger Beitrag zur Erhöhung der Elastizität des englischen Notenbankwesens. Der Bank von England wird hiermit für die Zukunft die Möglichkeit verschafft, im Gegensatz zu den früheren seltenen Fällen, eine Herabsetzung des Golddeckungsanteils gewissermaßen als normalen geplanten Akt zu vollziehen. Crump[33]) sieht darin mit Recht ein neues, außerordentlich bedeutsames, Instrument „of monetary control, consisting of variations of the fiduciary note issue as an auxiliary to the Exchange Equalisation Account", die

32) H. H. Hohlfeld: a. a. O. S. 42.
33) Norman Crump: a. a. O. S. 11.

eine neue Ausweitung der Kapazität des Account nicht notwendig macht. Statt dessen kann der Account Gold an die Bank von England verkaufen und seinen Bestand an Pfund-Sterling durch Schatzwechselübernahme wieder auffüllen, die der fiduziären Notenausgabe entnommen werden. Infolgedessen weitet sich die potentielle Interventionsfähigkeit um die Summe der fiduziären Notenausgabe.

Die augenfällige Folgerung aus der oben dargelegten Goldtransaktion ist, daß der Account seit Dezember 1936 mehr Gold besaß, als er notwendig hatte, und nur über einen geringen Bestand an eigener Währung verfügte, die er aber ständig brauchte. Wie aus der englischen Außenhandelsstatistik hervorgeht, fand von Januar bis Oktober 1936 ein Goldzufluß von 191 Mill. Lst London statt. Es stammte in der Hauptsache aus den ehemaligen Goldblockstaaten und hatte sich besonders im Laufe des Sommers und Herbstes angesammelt. Dazu kam Ende November 1936 die Rückzahlung des nach Frankreich gegebenen 40 Mill. Lst Kredites. Es fand keine Kapital-Transferierung von Paris nach London statt, sondern der Kredit wurde mit Gold ausgeglichen. Der französische Stabilisierungsfonds transferierte die erforderliche Goldmenge von der Bank von Frankreich an den englischen Account. Deshalb erscheint es glaubhaft, daß der Account mit Gold überfüllt war[34]).

Der Goldbestand der Bank von England erfuhr bereits vor dieser Transaktion einen bedeutenden Zuwachs. Anfang des Jahres 1936 betrug er fast genau 200 Mill. Lst. Im Mai setzten die Goldkäufe der Bank von England ein. Der Beginn dieser Maßnahme fällt zeitlich mit dem Beginn der Frankenkrise zusammen. So stieg der Goldbestand bis zum Oktober 1936 auf 248,7 Mill. Lst. Nach der Dezemberübertragung hielt er sich bis 1. Mai 1937 auf 314,6 Mill. Lst.

Die Belastung des Account mit Verlusten aus den Goldübertragungen hat nur buchtechnische Bedeutung und ändert nichts an der tatsächlichen Verteilung der Gewinne und Verluste, da diese, sowie die des Issue Departments an das Schatzamt abgeführt werden. Zudem können derartige Verluste durch die evtl. spätere Neubewertung des Goldes auf gegenwärtiger Grundlage auch rechnerisch durch den entstehenden Buchgewinn ausgeglichen werden, den die Bank von England durch eine Höherbewertung ihrer Goldbestände erzielen wird. Praktisch ist der Buchverlust des Accounts die Vorwegnahme eines Gegenpostens für den zukünftigen Buchgewinn der Bank von England.[35])

---

34) The Statist: The Exchange Fund Position, London. 14. Dez. 1936. S. 834.
35) Midland Bank: Monthley Review: a. a. O. S. 5.

Es dürfte in diesem Zusammenhang interessieren, wie hoch sich die Buchgewinne einer zukünftigen Neubewertung der Goldbestände beziffern würden.

Die Goldbestände der Bank von England betrugen am 29. Mai 1937 ca. 319,6 Mill. Lst.[36]) Diese wurden mit 84 sh 11 d für die Unze Feingold bewertet. Unter der Voraussetzung, daß bei einer Neubewertung der Goldpreis 130 sh für die Unze Feingold[37]) betragen wird, erhöht sich der Goldwert auf etwa 430 Mill. Lst. Ein Teil dieser Gelder wurde von der Bank von England erst nach 1931 erworben und kostete in Wirklichkeit mehr als 84 sh 11 d. Dieser Verlust wurde vom Account getragen. Außerdem erwachsen noch Gewinne aus der Neubewertung der Goldbestände des Account, deren Höhe nach der letzten Goldübertragung an die Bank von England, nach Abzug der Verluste aus der Rückzahlung der Dollar- und Franckredite und der Verluste aus den Goldübertragungen an die Notenbank von September 1931 bis 15. Dezember 1936 vom „Statist" auf 155 Mill. Lst geschätzt wurden.[38])

Was mit den Gewinnen geschehen könnte, wird vom „Economist" beantwortet.[39]) Die Regierung mag den Gewinn einstecken, aber es ist nicht gesagt, daß sie auch das Gold mit übernimmt. Kaufte sie für den Gewinn von der Notenbank Gold, so würde sich für die Bank nichts ändern. Verbleibt aber das Gold bei der Zentralbank, während die Regierung die Gewinne übernimmt, so könnte sie ihn zur Verminderung des ungedeckten Notenumlaufes oder zur Tilgung anderer Schulden verwenden. In diesem Falle würden die Gewinne die Kassenbestände der Privatbanken erhöhen, d. h. die Depositen der Banken bei der Bank von England würden wachsen. Damit wäre theoretisch die Möglichkeit zur Ausweitung der Bankdepositen in beinahe astronomischem Ausmaße gegeben. Deshalb erscheint es notwendig, die Frage der Gewinnverwendung gesetzlich zu regeln. Es ist aber auch möglich, daß die Regierung den Gewinn nicht abzieht, sondern sich auf gesetzlichem Wege eine Möglichkeit der Beteiligung an der Bank von England verschafft, ein Problem, das man seit langem erörtert.[40])

36) The Economist: 29. Mai 1937.

37) Nach Börsenvermutungen soll die Stabilisierung des Pfundes auf einer Basis von 130—133 sh für die Unze Feingold erfolgen. (Vgl. Frankfurter Zeitung vom 28. Mai 1937.)

38) The Statist: Exchange Fund Position. London 19. Dezember 1936. S. 834/835. S. hierzu auch obenstehend S. 75.

39) The Economist: Probleme der Goldrevalutierung. London. 17. Oktober 1936.

40) Hall: The Exchange Equalisation Account. London. 1935. S. 97 ff.

5. Kurzfristiges Kapital und sein Einfluß auf die innere monetäre Situation.

Der englische Markt ist infolge seiner Schlüsselstellung im internationalen Geld- und Kapitalverkehr für den Zu- und Abfluß von Auslandsgeldern besonders empfindlich. So hatten die plötzlichen Abzüge im Jahre 1931 eine erhebliche Funktionsstörung hervorgerufen. Ursache dieser tiefgreifenden Störung des englischen Kreditsystems waren die Abzüge der Staaten mit Golddevisenwährung, deren teilweise Deckungsgrundlage — eben Devisen — aus politischen und wirtschaftlichen Gründen kurzfristig aus London, wo sie als Guthaben stand, abgezogen wurde. Das Vertrauen zum Pfund war zugunsten desjenigen zum Golde gesunken. Die Lasten dieser Abzüge gingen auf Kosten der englischen Wirtschaft.

Die kurzfristigen Kapitalien machten der Londoner City die größten Sorgen, wie wir es den zahlreichen amtlichen Auslassungen entnehmen können. Die Gefahr des „nervous money" oder „hot money" — nach Rooseveltscher Ausdrucksweise — galt es zu beseitigen oder wenigstens zu dämpfen. Der Account wurde als „Schleuse" zwischen den fremden Geld- und Kapitalmärkten und dem britischen Banksystem eingeschaltet, um den Zu- oder Abstrom des ausländischen Kapitals zu neutralisieren.[41]) Der Vorgang der Neutralisierung der einströmenden Auslandsgelder durch die „Puffer-Stellung" des Account läßt sich dadurch darstellen, daß man die Wirkungen einströmender Gelder verfolgt. Dies wird dadurch erleichtert, daß der Account die empfangenen Devisen, nach den Bestimmungen des Zusammenarbeits-Abkommen zwischen Amerika, Frankreich und England zu urteilen, sofort in Gold umwandelt, sodaß kein Fremdgeldzufluß, sondern ein Goldzustrom stattfindet.

Französisches Kapital suchte während der letzten Jahre ständig Anlage bei den englischen Banken.[42]) Die Depositen derselben wuchsen an. Die Banken verkauften die erhaltenen französischen Francs auf dem Markt an den Account, der sie zum Ankauf von Gold in Frankreich benutzte. Gleichzeitig mußte der Account eigene Währung besorgen, um die Banken bezahlen zu können. Diese erhielt er durch Verkauf der Schatzwechsel an die britischen Banken oder auf dem Diskont-Markte. Im letzteren Falle liehen sich die Wechselbroker von den Banken Geld auf kurze Zeit, um ihre Schatzwechselkäufe finanzieren zu können. Das Endresultat war ein Anwachsen der Bank-Depositen, was durch eine Vergrößerung der Diskonte und der Ausleihungen auf dem Markt ausgeglichen wurde. Die Relation

41) Veit, Otto: Sinn und Geheimnis der Währungsausgleichfonds. In: Die Wirtschaftskurve, Frankfurt, Mai 1937.

42) Vgl. N. Crump: a. a. O. S. 9/10.

Bargeld zu Depositen hatte sich verändert, denn die Depositen nahmen zu, während das Bargeldvolumen unverändert blieb.

Die Tendenz wurde aber noch verstärkt, als fremde Kapitalien in das Land einströmten und in Form von britischer Währung gehortet wurden. Die Banken verloren ihre neu gewonnenen Depositen und das entsprechende Bargeld. Dagegen behielten sie ihre neuen Diskonte und die „loans at call and short notice".

Der ganze Vorgang läßt sich wie nachstehend darstellen[43])

Depositen unverändert
Barbestände abgenommen
Diskonte zugenommen
call and short loans zugenommen.

Dies stellt eine noch größere Verschlechterung der Liquidität dar. Unterdessen hatte die Bank von England eine Ausweitung ihres Notenumlaufes erfahren, und da sie kein neues Gold erhalten hatte, wurde die Kreditbasis absolut verringert. Die Diskontraten versteiften sich in London, was als Zeichen der Verknappung betrachtet werden mußte und irgendwelche kompensierenden Maßnahmen notwendig machte. Der Account verkaufte daher der Bank von England Gold, um die Reserven aufzufrischen. Das Gold blieb in diesem Falle nicht bei dem Account, sondern gelangte sofort nach dem Einströmen zu der Bank von England, sodaß diese in der Lage war, in diesem kurzen Zeitraum unter denselben Bedingungen zu arbeiten, wie unter dem Goldstandard. Eine Verbesserung der Kreditsituation folgte. Die Goldübertragungen an die Bank von England betrugen zwischen dem 29. April und 5. August 1936 40,3 Mill. Lst. Die Notenausgabe erfuhr eine Ausweitung von 37,5 Mill. Lst und das Bargeldvolumen der Joint Stock Banks wuchs um 55,9 Mill. Lst.[44]) So wurde die Verknappung ausgeglichen, die bei den Joint Stock Banks durch den Zufluß fremden Kapitals entstanden war.

6. Die Tätigkeit des Account.

Als die Goldvorräte der Bank von England Ende 1931 auf 121 Mill. Lst zusammengeschrumpft waren, bewegte sich der Dollarkurs um 3,77, etwa 80 % der Parität, was den Währungsbehörden dennoch zu hoch erschien. Der Account, wie auch die Bank von England intervenierten durch Gold- und Devisenkäufe. Der Kurs sank langsam auf 3,50.

43) Crump: a. a. O. S. 9.
44) April- und Augustdurchschnitte.

Monatsdurchschnitte des Pfund-Dollarkurses 1932

Mai	3,676	September	3,471
Juni	3,649	Oktober	3,399
Juli	3,552	November	3,278
August	3,476	Dezember	3,185

Der nach den Sommermonaten einsetzende herbstliche Druck, der zeitlich mit der Abwanderung amerikanischer und französischer Gelder nach New York zusammenfiel, schwächte trotz der Eingriffe des Account die englische Valuta noch mehr. Dazu kamen die ständigen Goldversendungen von Indien und Südafrika, die der Account ebenfalls aufnahm.[45]) Im Spätsommer aus New York zurückströmende Gelder gaben dem Account Gelegenheit, seine Devisenreserven aufzufrischen. Fällig gewordene Warenwechsel, wie Weizen- und Baumwollakzepte, zwingen den Fonds im Herbst zu anhaltenden Eingriffen. Das Pfund steht dann im Oktober auf 3,45, um Ende dieses Monates weiter zu sinken. Im November können wir infolge panikartiger Käufe feststellen, daß die Mittel des Account erschöpft sind und der Account der währungspolitischen Lage machtlos gegenübersteht.[46]) Die Devisenreserven der Bank von England scheinen ebenfalls erschöpft zu sein. Die Other Deposits weisen nur noch einen Bestand von 6 Mill. Lst aus. Der Dollarkurs sinkt Anfang Dezember unter 3,20, um zum Ende des Jahres auf 3,30 aufzuholen. Diese Erholung des Kurses kam plötzlich und unerwartet. Eine Erklärung war zunächst nicht zu finden. Erst später stellte sich heraus, daß die „Sturmvögel" des amerikanischen Währungszusammenbruches die Ursache des Kursauftriebes gewesen waren. Das Pfund hat die Tendenz, weiter zu steigen, doch scheint es, daß der Account mit dem Zweck interveniert, vorerst einen Kurs von 3,45 zu halten. Nach ständigen Goldkäufen steigt der ausgewiesene Goldbestand der Bank von England im Februar auf 140 Mill. Lst — ein Zeichen, daß die Verluste der Bank von England infolge der Rückzahlungen der Auslandskredite ausgeglichen sind. Wenn auch die amerikanischen Banken durch die Zuspitzung der Lage in den Vereinigten Staaten gezwungen wurden, umgehend ihre Guthaben in London zu kündigen, wachsen dennoch die Goldbestände der englischen Notenbank bis auf 175 Mill. Lst im April 1932 an. Der Account war daneben ebenfalls als Goldkäufer für eigene Rechnung tätig. Die Gesamtlage des englischen Geldmarktes ist flüssig, sodaß die Bank von England den Augenblick für geeignet hält, die fiduziäre Notenemission wieder auf 260 Mill. Lst zu senken. Die Geld-

45) Allein aus Indien betrug die Goldeinfuhr bis Ende Mai 1932 60 Mill. Lst. (Nach einer Rede von Sir Hilton Young, Minister of Health vom 25. Mai 1932. Parliamentary Debates, Commons, Bd. 266 S. 433.)

46) The Economist: The Exchange Equalisation Account. 1934. S. 461.

marktsätze bleiben dennoch ohne Bewegung. Als Amerika Ende April den Goldstandard aufgibt, wirkt dies verwirrend auf dem englischen Markt. Der Account und die Bank von England sind gezwungen einzugreifen. Der Dollar hält sich auf 86 Franken pro Pfund. Ein äußeres Zeichen der Stärke des englischen Marktes ist die trotz der noch undurchsichtigen Devisenlage vorgenommene Kreditierung von 30 Mill. Lst an französischen Banken. Auch die Höherdotierung des Account um weitere 200 Mill. Lst Ende Mai ist ein weiterer Beweis der Stärke der englischen Valuta. Von nun an tritt die Bank von England als Gold- und Devisen-Intervenierungsstelle zurück und überläßt diese Aufgabe dem Account. Sie übernimmt nur noch das „überflüssige" Gold des Währungsausgleichfonds. Ihre Goldbestände werden im Juni mit 190 Mill. Lst ausgewiesen. Der Franken fällt im Herbst auf 81. Die Banken sehen den Grund dafür in den Konvertierungen von Pfunden und Franken auf amerikanische Rechnung. Ein weiteres Sinken wird durch die Presse-propaganda des Account verhindert, die demnächst erfolgende Frankenaufkäufe ankündigt. Die Dollarentwicklung, verbunden mit den Entwertungsgerüchten des Pfundes, beleben das Bild der Kursberichte. Die Pfundkursausschläge sind erheblich. Der Franken schwankt lebhaft zwischen 77 und 87, was von der Spekulation reichlich ausgenutzt wird. Eine Beruhigung tritt erst Ende Januar ein, als die Dollarparität auf 59,06% seiner ursprünglichen Parität festgesetzt wird. Dies gibt den amerikanischen Fluchtgeldern Anlaß, zurückzuströmen. Die Anforderungen an die englische Währung sind hoch. Der Dollarkurs steht über der Parität. Der Umtausch der Fluchtkapitalien in Gold durch die Vereinigten Staaten hält die Netto-Beanspruchung der Banken in mäßigen Grenzen. Trotz der Eingriffe des Account läßt sich der Frankenkurs nicht halten. Er sinkt bis auf 75. Die Gründe des Fallens scheinen psychologischer Natur zu sein. Im Sommer setzte der übliche Druck auf das Pfund ein. Der Dollar blieb fest. So entstand eine Diskrepanz zwischen Pfund und Dollar. Der Währungsausgleichfonds griff häufiger ein, um die Schwäche des Pfundes zu beheben. Ende November zeigte der Franken eine ausgesprochen schwache Position, was dem Account die Möglichkeit bietet, seine Bestände aufzufüllen. Auch die Saarabstimmung wirkte auf den internationalen Märkten beunruhigend und gibt dem Account des öfteren Veranlassung, einzugreifen. Eine Anfang März 1935 eingetretene Kursschwäche fiel in eine Zeit, in der normalerweise keine Kurssteigerungen aus Saisongründen zu erwarten waren. Sie konnte daher nicht durch Einflüsse des Handels bedingt sein. Die Finanzpresse vermutete politische Hintergründe. In Wirklichkeit schienen es zufällig zusammentreffende französische und amerikanische Kapitalabzüge für interne

Zwecke zu sein.[47]) England verzichtete jedoch auf eine Pfundkurssteigerung. Das Pfund bleibt bis Mitte Juli im Ganzen gesehen schwach. Dann erholt es sich infolge der umfassenden Silberankäufe der Vereinigten Staaten, die dem Londoner Markt neue Mittel zuführen. Der Franken liegt im Mai besonders schwach. Politische Ereignisse haben das Vertrauen zur französischen Währung genommen. Seit dieser Zeit sehen wir eine ununterbrochene Kette von Frankenstützungen. Der Account nimmt daher große Mengen Gold vom französischen Markt auf. Der Guldenkurs erfuhr ebenfalls erhebliche Schwächungen infolge der Befürchtungen des Kolonialhandels für Beeinträchtigungen, die durch den Abessinienkonflikt hätten hervorgerufen werden können. Die Auswirkungen dieser Besorgnisse ließen sich auf dem Londoner Markt feststellen. Die ständige Unruhe des Franken, der aus geringsten Anlässen starke Bewegungen macht, veranlassen den Account zu häufigerem Eingreifen. Es gelingt, die Schwankungen in Grenzen zu halten. Sie betrugen im Jahresverlauf von 1934 noch 13%. Ab Frühjahr 1935 übte der Währungsausgleichfonds eine strengere Aufsicht aus, und die größten Schwankungen des Goldpreises überstiegen nicht 2%.[48]) Das bedeutet, daß der Goldwert innerhalb enger Grenzen stabil geblieben ist. Auf lange Sicht betrachtet hat das Pfund — an den wichtigsten Valuten gemessen — Ende 1935, wie auch im Jahre 1936, trotz zeitweiliger stärkster Inanspruchnahme und Unausgeglichenheit seinen Stand zu halten verstanden. So stellt der „Statist" fest,[49]) daß die Stabilität der Währung heute größer ist, als unter den Operationen des reinen Goldstandards.

Die Abkehr der Goldblockländer vom Goldstandard drängte England in eine neue Lage. War London bisher imstande, das Wertverhältnis des Pfundes zum Dollar zu bestimmen, da der amerikanische Fonds sich darauf beschränkte, durch die Aufrechterhaltung des klassischen Goldmechanismus im Verkehr mit den Goldblockländern — und zwar nur mit diesen — das Franken-Dollar-Verhältnis zu stabilisieren, so hat England heute diese Möglichkeit verloren. Vor der Franc-Abwertung bestimmte der englische Account die Kursrelation Franc-Dollar, indem er in Paris Gold gegen Francs oder Francs gegen Gold freihändig verkaufte. Die Abwertung versperrte zunächst diesen Weg. Francs oder Dollars waren nicht unmittelbar in Gold umzuwandeln. Als auch Frankreich einen Währungsausgleichfonds einrichtete, konnte es den Kursentschließungen Londons entgegenarbeiten. Schien den Franzosen der Sterlingkurs zu tief, so kauften sie Pfunde und tauschten diese Devisen beim englischen Account gegen Gold um. Die Engländer konnten Gleiches

47) Hohlfeld: a. a. O. S. 11.
48) The Statist: London, 3. April 1937.
49) The Statist: London, 3. April 1937.

mit Gleichem vergelten. So war eine Lage entstanden, welche die Schatzämter in Versuchung bringen konnte sich gegenseitig die Währungsentschlüsse zu diktieren. Das Dreierabkommen von 1936 beendete diesen Zustand. Im einzelnen sind die Abreden der Ausgleichfonds untereinander nicht bekannt, doch laufen sie darauf hinaus, ohne Einwilligung aller Partner keine größeren Kursbewegungen zuzulassen oder sich gegenseitig Gold abzugeben.

B. Der amerikanische „Exchange Stabilisations Fund"

Schon im Aeußerlichen unterscheidet sich der englische Account von dem amerikanischen Fund.[49]) Während die englische Interventionsstelle errichtet wurde, um die Währung „to equalize", sah man in Amerika den Zweck in der „stabilisation the exchange value of the Dollar". In England dachte man noch nicht an eine Rückkehr zur Goldwährung, im Gegensatz zu Amerika, wo es galt, die Stabilität des Dollars auf der neuen Goldbasis zu sichern. Auch in der Dotierung unterscheidet sich der englische Währungsausgleichfonds von dem der USA. In England standen zur Intervention Schatzwechsel und Gold zur Verfügung. Amerika besaß für die Zwecke des Fund bis Dezember 1936 nur Gold, das aus dem Gewinn[50]) der Aufwertung der vorher nationalisierten Goldvorräte des Landes herrührte. Auch in den Auswirkungen unterscheiden sich die Fonds, was mit der verschiedenartigen Wirtschafts- und Geldmarktlage, wie mit der Arbeitstechnik des Banksystems zusammenhängt. Während wir in England eindeutig bei Geldzufluß eine Verknappung feststellen konnten, fehlt dieses Merkmal vorerst noch in den Vereinigten Staaten, solange bis die anormale Flüssigkeit des Geldmarktes infolge der überhohen Ueberschußreserven beseitigt ist.

---

49) Vgl. besonders dazu:

B. M. Anderson jr.: Gold, Stabilisation Funds, Business and Prices. In: Chase National Bank, New York, Januar 1937.

N. Crump: The Development of Exchange Funds. In: Lloyds Bank Monthley Review, London, Januar 1937.

National City Bank: The new monetary Act. New York, Februar 1934.

Frankfurter Zeitung: Goldpolitik und Anleihezins in USA, 14. März 1937; Pflichtreserven in USA nochmals erhöht, 2. Februar 1937.

Midland Bank: Exchange Stabilisation Funds. London, Februar/März 1937.

Veit, Otto: Sinn und Geheimnis der Währungsausgleichfonds. In: Die Wirtschaftskurve, Frankfurt, Mai 1937.

50) Der Gesetzgeber war um einen passenden Ausdruck verlegen und bezeichnete diese Sondereinnahme des Schatzamtes als „profit" in Anführungszeichen.

1. Die Entwicklung der kredit- und währungspolitischen Lage seit der Präsidentenwahl 1932.

Infolge der Präsidentenwahl Roosevelts im Jahre 1932 griff die Kreditkrise rasch um sich und warf die Industrie auf ihren niedrigsten Beschäftigungsgrad zurück. Die Inflationisten und Gegner des Goldstandards gewannen an Boden, insbesondere, weil sie die Schuld an der Krise einzig und allein dem Golddollar zuschrieben. Es wurde darauf hingewiesen, daß die Länder, die bereits abgewertet hatten, zwar keinen Gewinn erzielt, aber auch keine Verschlechterung erlitten hätten. Wenn auch Roosevelt diese Stimmung kannte, so vermied er es doch, in den ersten Wochen seiner Tätigkeit tiefgreifende Währungsexperimente durchzuführen. Dennoch verfügte er sofort nach seinem Amtsantritt, daß die Goldeinlösung durch die Reservebanken zu hemmen sei. Eine Reihe weiterer Verordnungen in den folgenden Monaten erschwerten den Goldexport und am 19. April 1933 wurde letztlich ein Goldausfuhrverbot erlassen, durch das der Goldexport weitgehendst unterbunden wurde, ohne ihn jedoch gänzlich aufzuheben. Diese Tatsache ließ erkennen, daß es der Regierung darum zu tun war, den Außenwert des Dollars zu senken. Jetzt begannen die Dollarkurse im Ausland nachzugeben. Von seiten der Reservebanken wurde jede Intervention unterlassen. Gegenüber der Goldparität betrug das Disagio Ende April 1933 bereits 13%.

Amerikas aktive Zahlungsbilanz hätte sicherlich wieder ein Steigen des Dollarkurses veranlaßt, wenn nicht die ständige Agitation der Inflationisten eine weitere Kapitalflucht angefacht hätte. Am 12. Mai konnten die Inflationisten bereits einen Erfolg buchen. Die sogenannte „Inflations-Bill" ermächtigte den Präsidenten, nach seinem Ermessen den Goldgehalt des Dollars bis auf 50% zu senken. Als dann noch am 29. Mai die „Gold Clause Abrogation Act" den Grundsatz „Dollar ist Dollar" statuierte, waren alle gesetzlichen Voraussetzungen für eine inflatorische Abwertung des Dollars gegeben.

In den folgenden Monaten sank der Dollarkurs nur langsam. Die internationale Devisenspekulation unternahm keinerlei Angriffe größeren Ausmaßes auf die amerikanische Währung.

Goldwert des Dollars im Jahre 1933.

nach der Dollarnotierung in Paris in Goldcents

	Höchster Kurs	Niedrigster Kurs		Höchster Kurs	Niedrigster Kurs
Januar	100,46	100,01	Juli	78,20	68,51
Februar	100,42	99;16	August	75,49	68,74
März	99,95	98,81	September	71,82	63,71
April	99,72	86.30	Oktober	71,02	64,12
Mai	87,37	82,48	November	65,98	58,34
Juni	84,17	76,30	Dezember	65,36	62,78

Das Schatzamt und die Reservebanken kauften bis Anfang September 1933 alles angebotene Gold zum bisherigen Paritätspreis auf. Am 8. September ermächtigte der Präsident diese beiden Instanzen, neugefördertes Inlandsgold zum Weltmarktpreis aufzukaufen, um die inländische Goldproduktion zu fördern. Als die Zahlungsbilanz, wie alljährlich im Herbst, einer großen Nachfrage nach Dollars gegenüberstand und sich die Abwertung verlangsamte, wurde die Reconstruction Finance Corporation, das Zentralfinanzierungsinstitut der Regierung für den New Deal, von der Regierung beauftragt, Gold zu einem Preise aufzukaufen, der ständig über dem Weltmarktpreis liegen sollte. Zu diesem Zweck wurde sie vorerst mit 50 Mill. Dollar neuer Schatzwechsel ausgestattet. Man hegte die Hoffnung, daß die noch im Lande unter „earmark“[51]) befindlichen Goldbestände zu Zahlungen verwandt und die Dollarnachfrage um diese Beträge verringert werden würde. Nunmehr konnte der Dollar nicht mehr über einen Kurs steigen, der dem Goldankaufspreis der Reficio entsprach. Es war zu erwarten, daß zum Ausgleich amerikanischer Forderungen Gold transferiert wurde. Als dann im Herbst 1933 trotz der gewaltsamen Abwertung des Dollars ein Konjunkturrückschlag eintrat, sah sich Roosevelt gezwungen, die Währungsfrage endgültig zu bereinigen. Der Außenhandel brachte nicht die erhoffte Ausfuhrsteigerung, der Kapitalmarkt wurde wieder inaktiv. Die Nachfrage nach Bundesanleihen beschränkte sich auf Käufe der Banken, die ihre liquiden Mittel anlegen wollten. Eine weitere Abwertung versprach keine Besserung.

In seiner Botschaft vom 15. Januar 1934 an den amerikanischen Kongreß[52]) hat Präsident Roosevelt seinen Standpunkt in der Währungsfrage etwas deutlicher umschrieben.

51) Wir verstehen unter „earmark“ das Einlagern von Gold auf fremde Rechnung, um die Kosten der ständigen Goldverschiffungen zu sparen.

52) Diese und die folgenden zitierten Stellen sind aus dem Federal Reserve Bulletin, Februar 1934, S. 61—63 entnommen.

„Im Hinblick auf die fortschreitende Wiederherstellung eines angemessenen Preisniveaus und entsprechend unserer Absicht, schließlich zu einer stabileren Kaufkraft zu gelangen, ersuche ich den Kongreß um den Erlaß von gewissen zusätzlichen Gesetzesbestimmungen zur Verbesserung der finanziellen und monetären Lage. Wenn wir deutlich zeigen, daß wir dauernd Metallreserven im Besitz und Eigentum der Bundesregierung anlegen, können wir eine angemessene und gesunde Währung schaffen."

Zur Anlage einer Metallreserve bedurfte es der Uebertragung von Währungsmetallen auf eine Regierungsstelle. Roosevelt wünschte die Uebertragung der gesamten Goldbestände auf das Schatzamt, denn

„in Krisenzeiten ist das Uebertragen von Gold von einer Privatperson auf eine andere oder von der Regierung auf eine Privatperson nicht nur unnötig, sondern in jeder Weise unerwünscht. Die Uebertragung von Gold in großen Mengen ist nur zum Ausgleich der Saldi aus internationalen Handelsbeziehungen erforderlich. Deshalb ist es ein Zeichen weiser Voraussicht, der Regierung eines Landes das Recht auf den Besitz allen Währungsgoldes innerhalb der Landesgrenzen einzuräumen, und dieses Gold eher in Barren, als gemünzt aufzubewahren."

Dieses vorgeschlagene Gesetz überträgt nicht nur den Rechtsanspruch und das Eigentum an den Goldvorräten auf die Regierung,

„sie gibt auch der Regierung das Eigentum am Mehrwert in Dollars aus jeder Aufwertung der Goldvorräte, die im Interesse der Allgemeinheit vorgenommen wird. Natürlich wäre auch ein allfälliger Verlust auf den Dollarwert von der Regierung zu tragen, wenn er im öffentlichen Interesse eine Vermehrung der als Dollar bezeichneten Geldmenge sich nötig erweisen würde. Mit dem Augenblick, an dem das gesamte Währungsgold an die Regierung übertragen werden wird, um als Metallbasis für die Währung zu dienen, ist der Zeitpunkt gekommen, den amerikanischen Dollar näher zu bestimmen."

So schlug Roosevelt die Festsetzung der oberen Grenze des Goldwertes des Dollars auf 60% seines alten gesetzlichen Wertes vor, während nach dem früher vom Kongreß genehmigten „Thomas-Gesetz" die Grenze 50% beträgt.

Damit die Vereinigten Staaten ferner in der Lage wären, im Interesse ihrer Wirtschaft etwas mehr Stabilität in die Devisenkurse zu bringen, sollte dem Sekretär des Schatzamtes — außer seiner bisherigen Ermächtigung, inländisches und ausländisches Gold zu kaufen und verkaufen — auch die ausdrückliche Vollmacht erteilt werden, Devisengeschäfte zu tätigen.

„Als Teil dieser Vollmacht schlage ich vor, aus den Gewinnen einer Devalvation einen Fonds von zwei Milliarden Dollar zu errichten für Käufe und Verkäufe von Gold oder Devisen, sowie von Regierungsanleihen, wie es zur Regulierung der Währung, zur Aufrechterhaltung des Kredits der Regierung und dem allgemeinen Wohlergehen der Vereinigten Staaten notwendig wird."

Am 30. Januar 1934 trat das von Roosevelt vorgeschlagene Währungsgesetz, die „Gold Reserve Act of 1934" in Kraft. Den Kern des Gesetzes bilden folgende Punkte: 1. Anerkennung der Abwertung durch Erklärung eines neuen Goldgehaltes von $15^{5}/_{21}$ „grains fine gold" pro Dollar, gleich 35 Dollar pro Unze Feingold. 2. Vollmacht des Präsidenten zur Veränderung dieses Goldgehaltes zwischen 50 und 60% des ursprünglichen Goldwertes. 3. Uebertragung der Goldbestände und Verlegung der Kontrolle von Goldein- und -ausfuhr vom Federal Reserve Board auf das Schatzamt unter gleichzeitiger Uebertragung der täglichen Kursverwaltung nach Angaben des Schatzamtes auf die Federal Reserve Bank in New York als Agentin des Schatzamtes. 4. Ermächtigung des Schatzsekretärs zur Errichtung eines Währungsausgleichfonds in Höhe von 2 Mrd. Dollar aus den Gewinnen der Goldaufwertung. Damit waren die Vereinigten Staaten de facto und de lege zum Goldstandard zurückgekehrt.[53])

2. Die Konstituierung des Fund

Aus dem Buchgewinn, welcher der Regierung aus der Abwertung des Dollars um 40,94 v. H. in einer Höhe von ca. 2,792 Mrd. Dollar zufloß, wurde ein Stabilisierungsfonds von 2 Mrd. Dollar errichtet. Der Buchgewinn wurde ursprünglich als ordentliche Einnahme gebucht und dem allgemeinen Kassenbestand des Schatzamtes zugeführt. Später wurden 2 Mrd. Dollar ausgebucht und einem besonderen Konto „Gold in General Fund" überwiesen. In den ersten Tagen des Mai 1934, drei Monate nach der gesetzlichen Bildung des Fund, überschrieb das Schatzamt aus diesem Konto 1,8 Mrd. Dollar einem neuen Konto, dem „Exchange Stabilisation Fund". Die restlichen 200 Mill. Dollar wurden auf dem „Allgemeinen Konto" (Allgemeiner Fonds) des Schatzamtes verbucht, damit die durchgeführten Geschäfte nicht abgelesen werden konnten. Diese 200 Mill. Dollar überwies das Schatzamt der New Yorker Federal Reserve Bank zur Einrichtung eines Revolving-Fonds und beauftragte sie die Interventionen nach den Richtlinien des Schatzamtes

53) Vgl. Abschn. 10 a, b, c des „Gold Reserve Act of 1934", zitiert vom Federal Reserve Bulletin, Februar 1934, S. 65/66.

durchzuführen.[54]) Vorerst war die Tätigkeit des Fonds nur auf 2 Jahre bemessen. Durch eine Erklärung vom 10. Januar 1936 verlängerte der Präsident die Dauer des Stabilisierungsfonds und die entsprechenden Vollmachten des Sekretärs des Schatzamtes um ein weiteres Jahr. Am 16. Januar 1937 wurde die Tätigkeit des Funds nochmals durch ein Gesetz bis einschließlich 30. Juni 1939 verlängert.

Ueber die Gründe der buchtechnischen Verselbständigung war man sich zunächst nicht im klaren, besonders nicht zu diesem Termin. Die Ausgliederung geschah nicht mit Rücksicht auf die Währung, sondern mit Rücksicht auf den Staatsanleihemarkt. Mit Hilfe des Fonds erstrebte man eine Konvertierung der Kriegsanleihen. Bekanntlich steht es dem amerikanischen Finanzminister frei, den Stabilisierungsfonds nicht nur für Zwecke der Regulierung des internationalen Dollarwertes zu verwenden, er kann ihn ebenfalls zur Stützung des Staatsanleihemarktes benutzen. Angesichts der sehr günstigen Entwicklung des Staatsanleihemarktes in den ersten Monaten des Jahres 1934 erscheint es paradox, daß die amerikanische Regierung weitere Stützungsverkäufe für den Staatsanleihemarkt vorbereitete. Die amerikanische Regierung arbeitete systematisch an der Konsolidierung der Anleiheschuld und sie verfolgte hierbei das Ziel, bei jedem neuen Konversionsangebot etwas günstigere Zinsstaffeln zu erzielen. So hatte sie den Ehrgeiz, den Zinssatz für langfristige Emissionen von den üblichen $4\frac{1}{2}\%$ auf wenigstens 3% oder noch darunter herabzudrücken. Dies läßt sich aus der Tatsache deuten, daß die von der Regierung 1934 neugeschaffenen und von ihr garantierten Home Loan Bonds nur einen Coupon von 3% enthalten, während sie früher mit einem solchen von 4% ausgestattet waren. Neben der Kriegsanleihekonvertierung wünscht die Regierung, gewissermaßen als Demonstration der stark verbesserten Lage des Regierungskredites, einen starken Kassenbestand, mit dem sie das nächste Haushaltjahr beginnen konnte. Deshalb hatte das Schatzamt der Aufwärtsbewegung des Staatsanleihekures des öfteren mit Stützungskäufen nachgeholfen, sobald Anzeichen einer Marktschwäche vorhanden waren. Die Mittel kamen aus verschiedenen Quellen, hauptsächlich von dem Träger der Bankeinlagengarantie, dessen Kapitaleinzahlungen weitgehend in Staatsanleihen angelegt wurden und weiterhin von der Postsparkasse. Diese Quellen waren noch nicht versiegt, aber die Regierung glaubte offenbar, daß sie für eine erneute Beeinflussung des Staatsanleihemarktes nicht mehr ausreichten

---

54) Statement to the Press by the President, am 31. 1. 34, zit. vom Federal Reserve Bulletin, Februar 1934. S. 69.
Ebenso: Statement to the Press by the Secretary, am 1. 2. 34, zit. vom Federal Reserve Bulletin, Februar 1934. S. 69

und erhebliche Beträge zu Stützungsaktionen aus dem Fund notwendig seien. Dies dürfte letztlich der Grund dafür sein, daß der Fonds drei Monate nach seiner Bildung verselbständigt wurde.

3. Die Arbeitsweise des Fund und deren Auswirkungen bis 24. Dezember 1936.

Den Zweck, für die Stabilisierung des Dollars zu sorgen, konnte der Fund im wesentlichen n i ch t erfüllen, denn — abgesehen von der Schwäche des Dollars vor der Entscheidung des Supreme Court im Goldklauselprozeß im Januar 1935 — hatte der Fonds kaum Gelegenheit, stützend einzugreifen.[55]) Außer dieser vorübergehenden Schwäche zeigte der Dollar bis April 1934 nie eine Tendenz nach unten. Für diese Schwäche-Periode hat sich das Betriebskapital des Funds in Höhe von 200 Mill. Dollar, welches von der Gesamtdotierung von 2 Mrd. Dollar abgezweigt worden war und aus neu geschaffenen Goldzertifikaten bestand, als genügend erwiesen. Bald nach der Entscheidung des obersten amerikanischen Gerichtshofes im Goldklauselprozeß wandte sich das Fluchtkapital in breitem Strome nach den Vereinigten Staaten, sodaß ständig Gold zufloß. Die Senkung des Diskontsatzes auf $^1/_2$% zeigte nicht mehr die Wirkungen, welche früher eintraten. Die Diskontpolitik versagte also auch hier. Vom 1. Februar 1934 bis zum 1. Februar 1937 zeigen die Goldbestände der USA eine Vermehrung auf 4026 Mill. Dollar. Es beweist, daß eine anhaltende Nachfrage nach amerikanischer Währung stattgefunden hat. Sie war nicht so stark, daß der Dollar zu steigen drohte, denn dann hätte der Fonds tatenlos zusehen müssen, ohne eingreifen zu können. Ihm stand nur Gold zur Verfügung, während Dollars fehlten.[56])

Er war aus diesem Grunde nicht in der Lage, das zuströmende Gold abzusaugen. Es blieb ihm nichts weiter übrig, als es an die Reserve-Banken weiterzuleiten, um Dollar zu erhalten, die er unbedingt zum Ankauf der fremden Währungen, bzw. des Goldes benötigte. Der Fonds diente also nur dazu, das Gold an die Banken weiterzuleiten. Er konnte die Entstehung neuer Auslandsguthaben bei den amerikanischen Banken nicht unterbinden, bzw. eine Neutralisierung der zugeflossenen Auslandsgelder nicht zustande bringen. Hätte der Dollar fallende Tendenz gehabt, so wären Interventionen durchaus möglich gewesen, was der Fund Anfang 1935 auch bewies, als er die Abzüge des ausländischen Kapitals mit eigenem Gold befriedigte und eine Schwächung des amerikanischen

[55]) Vgl. Midland Bank, M. R.: a. a. O. Seite 6

[56]) N. C r u m p: a. a. O. S. 7 und Econom.-Statistische Berichten: Valuta-Egalisatiefondsen, 10. Februar 1937. S. 105.

Kreditvolumens vermied. Das einströmende Gold wurde von den Banken beim Federal Reserve System gegen Hinterlegung von Goldzertifikaten eingetauscht, die ihrerseits die Guthaben der Depositenbanken beim Federal Reserve System erhöhten. In gleicher Weise arbeitete der Stabilisierungsfonds, der durch Abgabe eingeführten Goldes gegen Goldzertifikate die Guthaben des Schatzamtes beim Federal Reserve System erhöhte.[57]) Die Folge war die Bildung riesiger Ueberschußreserven[58]) im Notenbank-System, die Mitte 1936 über drei Milliarden Dollar betrugen und Mitte Januar 1937 nach der Erhöhung der Pflichtreserven der Mitgliedsbanken beinahe wieder 2,1 Mrd. Dollar erreichten. In der Möglichkeit, auf dieser Grundlage 20 Mrd. Dollar Kredit zu schöpfen, lag eine wachsende Inflationsgefahr.

Der seit 1934 anhaltende Zustrom fremden Goldes nach den Vereinigten Staaten förderte die Ausweitung der Kreditbasis der Vereinigten Staaten und besonders des Bargeldvolumens der Mitgliedsbanken. Die Ueberschußreserven wuchsen in beängstigendem Maße an. Zunächst versuchte man durch Vergrößerung der Mindestreserven und Herabsetzung der Effektenbestände den Kapitalzustrom kreditwirtschaftlich unschädlich zu machen. Aber die monetäre Bewegung wurde nur gemildert, nicht gehemmt oder zurückgedrängt. Die Gefahr des „hot money" blieb bestehen.

4. Der Strukturwandel des Währungsausgleichfonds.

Ende 1936 nahm der Fund in Erkenntnis seiner verfehlten Konstruktion eine Strukturveränderung vor. Es ist dies eine interessante Bestätigung der theoretischen Beobachtungen, nämlich des Versagens des Fonds infolge seiner einseitigen Dotierung, nur mit Gold.[59]) Aus dieser Erkenntnis heraus ist auch die Warnung Roosevelts zu verstehen, die er im Herbst 1936 gegen das „hot money" aussprach und damit einen neuen Zeitabschnitt für das fremde Kapital in Amerika ankündigte.

Drei Jahre nach der Errichtung des Fund faßte die Regierung der Vereinigten Staaten den umwälzenden Entschluß, die Fund-Politik zu ändern und die Struktur desselben an die des englischen Account anzupassen. Daraufhin wurde die Arbeitsweise des Fund durch die am 24. Dezember 1936 begonnene „Sterilisierung der Goldeinfuhr" grundsätzlich geändert. So sehen wir in dem täglichen Ausweis des Schatzamtes am 24. Dezember 1936 zum ersten Male einen neuen

---

57) Vgl. B. M. Anderson jr.: Gold, Stabilization Funds, Business and Prices. In: Chase National Bank, New York. Januar 1937.

58) Unter Ueberschußreserven verstehen wir solche, die über das gesetzliche Verhältnis zwischen Reserven und Depositen hinausgehen.

59) Vgl. National City Bank, New York. Januar 1937.

Posten „Inactive Gold — 14,8 Mill. Dollar". Bis dahin wurde der Stabilisierungsfonds aus den Abwertungsgewinnen des Schatzamtes an den Goldbeständen des Federal Reserve Systems finanziert. Obwohl sein Gesamtfonds von 2 Mrd. Dollar nur in der Höhe von 200 Mill. Dollar in der Form eines Revolving-Fonds in Anspruch genommen wurde, war seine Arbeitsweise notwendig inflationistisch, sobald der Kapital- und Goldzustrom nach den Vereinigten Staaten größer wurde, als der Kapitalabfluß. Die inflationistische Wirkung war gewiß auch die dem Fonds ursprünglich zugedachte Zielsetzung. Das Angebot von bis 2 Mrd. Dollar sollte den Dollarkurs gleichsam „mit Keulenschlägen" herabdrücken. Darüber hinaus beauftragte man den Fund, durch Offen-Markt-Operationen den Kurs, der seit 1933 schwachliegenden Regierungsbonds zu stützen. Die Preisentwicklung seit 1934 hat die Notwendigkeit beider Ausgaben fast beseitigt. Eine weitere Dollarabwertung hätte keinen Zweck gehabt, und die Bondskurse stiegen ohne amtliches Zutun.

Heute erwirbt der Fund Gold nicht mehr gegen Goldzertifikate, sondern gegen bares Geld, welches er sich durch Ausgabe von Schuldverschreibungen verschafft. Für jeden weiteren Zufluß von Gold und Devisen werden Schuldverschreibungen am offenen Markt verkauft. Jedem Zuwachs des Geldangebotes aus der Goldeinfuhr entspricht also künftig eine entsprechende Belastung des Geldmarktes. Das Anwachsen der Depositen bei den Mitgliedsbanken infolge des Einflusses fremder Gelder wird nun durch ein Anwachsen der Regierungsschuldverschreibungen ausgeglichen. Entsprechend dem Wachstum ihrer Guthaben aus der Goldeinfuhr sind die Banken verpflichtet, höhere Mindestreserven bei den Federal Reserve Banken zu halten. Das eingeführte Gold selbst erscheint nicht im Ausweis der Federal Reserve Banken, tritt also nicht verflüssigend auf den Markt. Die Bedeutung dieses Wandels liegt darin, daß der Stabilisierungsfonds nunmehr durch Golderwerb das Geldangebot nicht mehr vermehrt, sondern eher belastend wirkt.

Die Tragweite dieser Maßnahme wird bisher in fast allen Kommentierungen verkannt. Heute legt das Schatzamt durch die Ermächtigung der Verordnung vom 24. Dezember 1936 einen Teil der Weltgoldbestände still und schaltet es wirtschaftlich aus. Während bisher das eingeführte Gold gegen Goldzertifikate angekauft wurde und es daher wenigstens nach den Buchstaben des Gesetzes wieder ausgeführt werden konnte, besteht nach der Verordnung kein formaler Zwang, das Schatzamt zur Herausgabe der sterilisierten Goldbestände zu veranlassen. Dieses Gold wurde gegen Schuldverschreibungen, die auf Dollar, und nicht auf Gold lauten, gekauft. Darin liegt die Wurzel zu weiteren weltwirtschaftlichen und weltpolitischen Störungen. Die Weltgoldbestände sammeln sich mit der

Zeit in den Tressoren des amerikanischen Währungsausgleichfonds an. Die Goldvorräte anderer Länder werden verknappt, ohne daß diese die Möglichkeit besitzen, die übertragenen Goldmengen zurückzuerhalten. Fremden Staaten wird damit künftig das Mittel zur Ausgleichung der Zahlungsbilanz fehlen. Devisenüberwachung tritt an die Stelle der freien Goldwährung. Autarkie und Einfuhrbeschränkungen verringern den Welthandel, und diese Tendenz, die man aufzuhalten bestrebt ist, wird durch die Taktik des amerikanischen Währungsausgleichfonds geradezu gefördert.

5. Goldpolitik und innerer Geldmarkt in den Vereinigten Staaten.

Wenn wir vergleichen, dann können wir die Feststellung machen, daß durch die letzte Verordnung das amerikanische System des Währungsausgleichfonds weitgehend dem englischen System angeglichen wurde. Die Arbeitsweise ist heute grundsätzlich dieselbe. Das Banksystem nimmt statt Gold Schatzwechsel auf. Es können dieselben Einwirkungen auf die innere Kreditsituation eintreten. Allerdings wird in den Vereinigten Staaten die traditionelle Barliquidität, wie sei bei den englischen Depositenbanken geläufig ist, für die Mitgliedsbanken durch die gesetzliche Verpflichtung ersetzt, bei der Bundesbank ihres Distriktes eine Pflichtreserve in einem festgelegten Verhältnis zu den eigenen Depositen zu halten. Dieser Satz ist gebietsweise verschieden, je nach Stadt- oder Landbezirken.[60])

In der Praxis haben sich dennoch Unterschiede zwischen beiden Systemen herausgebildet. Durch die Barreservehaltung trat in der englischen Kreditwirtschaft eine Verknappung ein. Dieselbe Wirkung erwartete man nach der Einrichtung des Goldregulierungsfonds,[61]) der das zuströmende Gold aufsaugte. Eine Verknappung konnte aber nicht festgestellt werden, trotzdem der Fonds allein im Monat Januar 1937 über 100 Mill. Dollar sterilisierte. Die hohen Ueberschußreserven der amerikanischen Banken ermöglichten es denselben, von einer Verringerung ihrer Anlagen in dem Maße abzusehen, in dem neue Depositen durch Goldzuflüsse gebildet wurden. Die Politik der Goldneutralisierung wurde also infolge der Flüssigkeit der amerikanischen Kreditwirtschaft nicht voll wirksam.

Zur Beseitigung dieses Mißstandes erhöhte man neuerlich die Pflichtreserven der Banken. Bisher betrugen diese in der Bankklasse

---

60) Burgess, W. R.: The Reserve Banks and the Money Market. New York/London 1937. S. 24 ff.

61) Es handelt sich nicht um die Einrichtung eines neuen Fonds, sondern um eine Abzweigung des Stabilisierungsfonds

„Central Reserve City", der nur die beiden Städte New York und Chicago angehören, 19½.[62]) Anfang Februar 1937 kündigte der Board of Governors des Bundesreservesystems eine weitere Erhöhung der Pflichtreserven um 33⅓% des alten Satzes an, welche am 1. Mai 1937 in Kraft trat. Damit stieg der Reservesatz der Sichtdepositen in beiden oben genannten Städten auf 26%. Der Gesetzgeber nutzte seine Vollmacht, die ursprünglichen Sätze um 50% erhöhen zu dürfen, voll aus, nachdem bereits vorher eine Erhöhung durchgeführt worden war. Für die Banken bedeutete es keine Schwierigkeit, die erhöhten Einschüsse zu leisten. Bei einer Zwischenerhöhung am 1. März 1937 auf 22¾% mußten nur 197 Institute von 6367 Mitgliedsbanken bei den Bundesreservebanken 123 Mill. Dollar borgen. Durch die volle Ausnutzung der Ermächtigung, die Pflichtreserven zu erhöhen, sanken die Ueberschußreserven auf etwa 500 Mill. Dollar. Theoretisch läßt dies immer noch eine Kreditausweitung bis zum sechsfachen Betrage zu. Das Schatzamt sieht in der Summe von 500 Mill. Dollar einen normalen Betrag für einen verhältnismäßig flüssigen Geldmarkt. Wir erkennen in der Reserveerhöhung eine Ergänzung der Neutralisierungspolitik. Die Pflichtreservenerhöhung birgt die Gefahr einer Ueberspitzung der verknappenden Wirkung. Das Schatzamt verkauft bei jedem Goldzustrom Schatzwechsel auf dem offenen Markt, um die den Banken zugeflossenen Mittel sofort wieder abzuziehen. Neu angelegtes Gold wird aber nur dann gänzlich neutralisiert, wenn gleichzeitig ein inländischer Bankeinleger durch den Erwerb von Schatzwechseln ausfällt. In den Vereinigten Staaten sehen wir, daß die Banken größtenteils Schatzwechsel aufkaufen, die sie als liquide Anlagen betrachten. Ihre Kreditoren steigen also in dem Maße, wie neue Auslandsdepositen gebildet werden. Der Depositenzuwachs erfordert eine entsprechende Erhöhung der Pflichtreserven, was mit einer Abnahme der Ueberschußreserven gleichzusetzen ist. Wenn nun der Währungsausgleichfonds bis zum 1. März 1937 ca. 210 Mill. Dollar sterilisiert hat,[63]) so bedeutet dies unter der Voraussetzung, daß die New Yorker und Chicagoer Banken dafür sämtliche am Markt befindlichen Schatzwechsel aufgekauft haben, bei dem bis zum 1. März 1937 geltenden Pflichtreservensatz von 19½% für Sichtdepositen eine Verringerung der Ueberschußreserven um weitere 40 Mill. Dollar. Bei dem seit dem 1. Mai gel-

[62]) National City Bank, New York. März 1937. S. 32.

[63]) Die fortgesetzten Goldkäufe des Fund, die Ende April 1937 bereits eine Sterilisierung von beinahe 500 Mill. Dollar verursacht haben, fanden in der amerikanischen Politik starke Gegnerschaft. Die amerikanischen republikanischen Steuerzahler versuchten, sich gegen die Belastung durch die Zinsverluste aus der Goldsterilisierung zu wehren. Sie beauftragten einen Abgeordneten, eine gemeinsame Entschließung dem Abgeordnetenhause vorzulegen, in der die Herabsetzung des Goldpreises von 35 Dollar auf 25 Dollar gefordert wird. (Kölnische Zeitung, 30. April 1937.)

tenden Satz von 26% müssen bei Goldzuflüssen zukünftig unter Umständen $^1/_4$ der Ueberschußreserven verschwinden.

Die New Yorker und Chicagoer Banken werden nicht alle Schatzwechsel aufgekauft haben; dennoch wird auf lange Sicht eine Schmälerung der Ueberschußreserven eintreten. Um diese Auswirkungen zu vermeiden und verknappende Tendenzen auszuschalten, könnte das Schatzamt von Zeit zu Zeit Goldverkäufe an die Reservebanken vornehmen, ähnlich wie der englische Account bereits mehrfach Gold an die Bank von England übertragen hat. Dieser Weg ermöglicht dem Schatzamt eine bessere „Tuchfühlung" mit dem Geldmarkte. Er besitzt auf diese Weise Mittel und Wege, die Politik des billigen Geldes aufrecht zu erhalten oder zu beenden.

Sollte dem Schatzamt der Geldmarkt weiterhin zu flüssig erscheinen und oben dargestellte Mittel nicht zur Beeinflussung des Marktes ausreichen, steht ihm noch ein dritter Weg zur Verfügung: Eine verknappende Offenmarktpolitik. Die Bundesreservebanken besitzen seit 1933 unverändert 2,4 Mrd. Dollar Regierungssicherheiten, die seinerzeit zur Durchführung der Politik des billigen Geldes aufgekauft wurden. Von diesem Bestande können die Reservebanken jeweils soviel abstoßen, als ihr zur Eindämmung der „potentiellen Kreditinflation" notwendig erscheinen. Allerdings würden die Bestände der Mitgliedsbanken weiter erhöht.

Amerika ist heute in der Lage, seine innere kreditäre Situation in jeder Weise zu beeinflussen und dies im Rahmen einer Goldwährung, im Gegensatz zu England, das nach wie vor eine goldgelöste Währung beibehalten hat. Trotzdem bedeutet die Trennung der Kreditwirtschaft von dem Golde eine weitgehende Annäherung an die englische Währungspolitik. Damit wurde ein Weg gezeigt, wie man, trotz der Bindung an das Gold aktive Konjunkturpolitik betreiben kann.

6. Die Tätigkeit des Fund.

Da der amerikanische Dollar zur selben Zeit, als der Fonds errichtet wurde, wieder an das Gold angehängt worden ist, ergab sich für den Fonds nicht die Notwendigkeit, regelmäßig einzugreifen, um Schwankungen des Goldwertes des Dollars zu verhindern. Nur dann, wenn die Devisenmärkte besonders angespannt waren, hat der Fonds eingegriffen und dann z. B. Gold oder Devisen auf Auslandsmärkten zur Verfügung gestellt. Mit der Stabilisierung des Dollars begann der Rückstrom des Fluchtkapitals, begünstigt durch die politische Unsicherheit in Frankreich. Die Außenhandelsstatistik der Goldein- und -ausfuhr von 1934 zeigt den Zustrom großer Goldmengen nach den Vereinigten Staaten, gleichzeitig ein Zeichen der Aktivität der Zahlungsbilanz, trotz aller Zahlungseinstellungen

und Moratorien der Schuldnerländer. Sie ist es heute noch, wenn man nicht durch eigene währungspolitische Maßnahmen — wie umfangreiche Silberkäufe — versucht, das Gleichgewicht zu stören. Die Remonetisierung des Silbers brachte denn auch eine Beunruhigung der Zahlungsbilanz im Spätsommer 1934. Das Schatzamt hatte durch das „Silber Purchase Bill" Genehmigung, bis 1,29 Dollar pro Unze Silber zu zahlen. Als von dem Schatzamt Silberaufkäufe im In- und Ausland getätigt wurden, setzte eine neue Kapitalbewegung aus den Vereinigten Staaten ein und der Dollar sank zum ersten Male unter seine neue Parität. Man befürchtete eine weitere Dollarabwertung durch Vergrößerung des Silberzertifikatumlaufes. Als aber im gleichen Umfange wie die Silberzertifikatausgabe Federal Reserve Noten aus dem Verkehr gezogen wurden, und das Schatzamt seine Silberkäufe einstellte, kam die Kapitalflucht zum Stillstand. Im letzten Viertel des Jahres 1934 erlangte die Zahlungsbilanz ihre Aktivität wieder zurück, und beträchtliche Goldimporte fanden statt.

Der Monat Januar 1935 hatte besonders in der zweiten Hälfte unter dem störenden Einfluß einer wilden Dollarspekulation zu leiden. Diese hing mit dem Goldklauselprozeß zusammen. An den Devisenmärkten entstand infolge Rückflusses amerikanischen Kapitals eine Dollarhausse. Der Dollarpreis stieg zeitweilig in Paris bis 2½% über seine neue Goldparität. Erst als Ende Januar der Währungsausgleichfonds eingriff,[64]) und damit bewies, daß die Regierung eine Aufwertung verhindern wollte, unabhängig davon, wie das Urteil des obersten amerikanischen Gerichtes ausfallen würde, näherte sich der Dollarkurs wieder dem normalen Stand. In den letzten Tagen des Januar wurde das Pfund mit 4,87 Dollar und der Franc mit 6,57 in Dollarcents in New York notiert. Bis zum 18. Februar, dem Tage des Goldurteils, zahlte der Handel Ueberpreise für den Dollar. Gegen das Ende des Monats zog das Pfund den Dollar in seiner Abwärtsbewegung mit, und man konnte am 2. März 1935 ein Pfund für 4,78 Dollar kaufen. Zeitweilige Angriffe Pariser Spekulanten schwächten den Dollar, ohne daß der Fonds eingriff. Der Einbruch der belgischen Währung hat sich in einer Befestigung des Dollars ausgewirkt. Während der Sommermonate lag der Dollar sehr fest, denn man glaubte nicht mehr an eine Inflation, seitdem Roosevelt ein Veto gegen die Bonus Bill eingelegt hatte. Trotzdem sinkt der Kurs des Dollars langsam. Ende

64) Nach einer Erklärung des Schatzsekretärs trat der Währungsausgleichfonds nach dem 14. Januar 1935 in Tätigkeit. Diese Erklärung wurde infolge einer falschen Uebermittlung durch die United Press Agentur von einigen Autoren dahin ausgelegt, daß der Fonds zum ersten Male gearbeitet habe. Aus den Marktbeobachtungen ergab sich jedoch, daß der Fonds schon vorher tätig gewesen sein muß. Vergl. Treasury Department, Washington, Statement by Secretary Morgenthau, 11. Febr. 1935 und Meldung der United Press in D. A. Z, Berlin, 12. Februar 1935.

Juni wird er gegenüber dem Pfund in New York mit 4,94 notiert. Auch im Spätsommer und Herbst stand der Dollar wegen der starken Nachfrage durch das europäische Fluchtkapital fest. Selbst starke Interventionen des Ausgleichfonds konnten nicht verhindern, daß der Dollar gegenüber fast allen Ländern über dem Goldeinfuhrpunkt lag. Ende Oktober wirkte der Fonds durch Silberaufkäufe der überhohen Dollarbewertung in London entgegen. Der Goldzufluß begann langsam abzuebben. Trotzdem blieb der Dollar in fast allen Ländern — ausgenommen England — über dem praktischen Goldausfuhrpunkt. Im Januar 1936 setzte eine neue Dollarflucht ein. Die Ursache lag in der Niederlage Roosevelts, in der A. A. A.-Frage (Agricultural Adjustment Administration). Die Notierung zeigte am 1. Februar 1936 für das Pfund 5,00$^{5}/_{8}$ und für den Franc 6,69 Dollarcents. Im Verlaufe des Februar festigte sich der Dollar wieder. Die Inflationisten erhielten Absagen. Auch schloß man aus den Goldverschiffungen, daß die Regierung ernsthaft den Dollar verteidigte. Mit der Befestigung des Dollarkurses hörten auch die Goldverschiffungen auf. Eine Erklärung Schatzsekretärs Hull stärkte umgehend den Dollarkurs. Als dann die neue Franc-Flucht hinzukam, verbesserte sich die Dollar-Pfund Relation derart, daß der Fund im Interesse der Kursstetigkeit intervenierte. Die Notierung wies für das Pfund 4,95¼ Dollar und für den Franc 6,59 Dollarcents aus. Bis Anfang Mai behauptete sich der Dollar, um dann nachzulassen, als die Möglichkeit erörtert wurde, daß eine etwaige Francabwertung von Roosevelt mit einer gleichen Maßnahme beantwortet werden könnte. Die Londoner Notiz stieg am 9. Mai bis auf 4,99 Dollar pro Pfund, nachdem sie in den Vorwochen zwischen 4,93½ und 4,94 gelegen hatte. In den ersten Junitagen tritt eine Schwäche gegenüber dem Pfund ein. Der Wechselkurs lautet für London 5,02. Das Pfund lag infolge Zuströmens von Fluchtgeldern noch fester als der Dollar. Während der Sommermonate pendelte der Dollar — am Pfund gemessen — zwischen 5,00 und 5,02, sodaß man einen Stand von 5 Dollar pro Pfund bereits als eine neue Kursrelation annahm. Um ein weiteres starkes Einströmen von Gold zu vermeiden — der Goldbestand betrug am 30. Juli 1936 8,500,3 Mill. Dollar — wurde zwischen Washington und London vereinbart, daß USA nunmehr statt des englischen Währungsausgleichfonds die Stützung des Franc übernehme. Dies führte Ende August zu einem beiderseits gewünschten Druck auf den Dollar. Am 31. August wurde das Pfund mit 5,03½ Dollar und der Franc mit 6,58½ Dollarcents notiert. Im September zeigte der Dollar eine ausgesprochen schwache Position. Gegen Monatsende wurde er gegenüber dem Pfund mit 5,07 bekanntgegeben, und in den ersten Tagen der großen Abwertungswelle näherte er sich wieder seinem Normalstande. Ein besonderes Ereignis bildete der Ver-

kauf von 1 Mill. Lst aus russischem Besitz auf dem New Yorker Markt. Die Relation des Pfund zum Dollar sank innerhalb zweier Tage von 5,07 auf 4,93 pro Dollar. Der Wert des Pfundes erhöhte sich also um $2^2/_3$% in New York, während sich der Dollarwert in London entsprechend ermäßigte. Das Groteske an dem Vorfall ist, daß ein Betrag von 1 Mill. Lst die Währungen in Unordnung bringen konnte, und das unter dem System der Fonds. Früher wäre ein zehnfacher Betrag nicht in der Lage gewesen, derart störend zu wirken, als das Prinzip der halbautomatischen Kursregulierung noch bestand. Ende November lag der Dollar außerordentlich fest, besonders dem Pfund gegenüber. Er gab aber später nach, als Roosevelt scharfe Maßnahmen gegen den spekulativen Zufluß von Auslandskapital androhte. Die Abwärtsbewegung wurde vom Fund durch Pfundaufkäufe unterstützt, um die Spekulation auf New York noch etwas zu entmutigen. Der Dollar stand Ende November auf 4,90½. Trotz der ständigen Gegenaktionen des amerikanischen Ausgleichfonds lag er Ende 1936 und im ersten Viertel 1937 fest. Im ganzen kann festgestellt werden, daß der amerikanische Fonds in letzter Zeit ganz dicht am Kurs und sehr kontinuierlich arbeitete, während die Londoner Interventionen immer erst bei größeren Kursausschlägen einsetzten, der Fonds sozusagen bewußt sparsam eingriff. Nach der London—Washingtoner Aussprache bezüglich der Franc-Pflege konnte eine besonders enge Zusammenarbeit Washingtons mit der Bank von Frankreich beobachtet werden. Neben anderem bedeutete diese ständige Pflege des Franc-Kurses eine systematische Unterbewertung des Pfundes.

D. Andere Währungsausgleichfonds.

1. Der niederländische „Egalisatiefonds"

Holland befolgte als einziges Land in der Abwertungswelle am 29. September 1936 das englische Beispiel, als es seinen „Egalisatiefonds" einrichtete.[65]) Die Goldbestände der „Nederlandsche

[65]) Vgl. hierzu:
C. A. Klaase: De werking der Egalisatiefondsen. Het nederlandsche Egalisatiefonds. In: Econom.-Statist. Berichten, Rotterdam, 23. Dezember 1936.
J. van Galen: Egalisatiefonds en Geldmarkt. In: Econom.-Statist. Berichten. 4. November 1936
Schlesische Zeitung: Das internationale Währungsdurcheinander. 2. Februar 1937.
Bertrand de Castéja: La Hollande et sa Monnaie. In: Journal des Economistes, Paris. Januar/Februar 1937.
M. Vadja: Lettre de Hollande; Les opérations du Fonds d'égalisation et leur influence sur le marché. In: L'Economist francais, Paris, Dezember 1936.
Econom.-Statist. Berichten: De monetaire gebeurtnissen in Nederland, 1936, Nr. 1085. Valuta-egalisatiefondsen 1937 Nr. 1102.
Huizanga: Het wisselkoers egalisatiefonds. In: Econom.-Statist. Berichten, 29. 1. 1936.
Währung und Wirtschaft: Die letzten Devalvationen im Spiegel der Notenbankausweise. Berlin. Dezember 1936.

Bank" blieben ohne Neubewertung. Den Gulden ließ man in der Schwebe. Der Fonds wurde, ähnlich wie der englische Währungsausgleichfonds ermächtigt, sich durch den Verkauf von Schatzwechseln bis zum Betrage von 300 Mill. fl die Mittel für seine Interventionen zu beschaffen. Kurz nach seiner Errichtung am 5. Oktober 1936 belieh der Fonds einen Teil seiner Schatzwechsel. Wie der erste Ausweis nach dem Erlaß des Goldembargos vom 5. Oktober zeigt, stellte die Notenbank ihm zunächst 100 Mill. fl zur Verfügung. Es erwies sich alsbald, daß der Fonds zur Stützung des Guldenkurses kaum einzugreifen brauchte, daß er sich vielmehr einem Wiederanziehen des um 20% gesenkten Guldenkurses entgegenstemmen mußte, wozu er Gulden benötigte. Zur Beschaffung dieser Mittel wählte man in Holland, neben dem in England geübten Verfahren der Unterbringung von Schatzwechseln am offenen Markt, den Weg der Lombardierung solcher Papiere bei der Notenbank. Der Lombardbestand am Tage vor der Abwertung betrug 137,5 Mill. fl. Bereits im nächsten Ausweis sehen wir diesen Posten um 125,8 Mill. fl erhöht. Am 7. Dezember erreichte er seinen Höchststand mit 327,2 Mill. fl. Wir dürfen daraus schließen, daß der Währungsausgleichfonds rund 190 Mill. fl beleihen ließ, während — nach holländischen Schätzungen — etwa 75 Mill. fl am offenen Markt untergebracht worden waren. Demnach hätten dem Fonds nur noch rund 35 Mill. fl zu Interventionszwecken zur Verfügung gestanden. Diese Annahme scheint durch die Goldübertragung an die Notenbank, die am 14. Dezember 1936 erfolgte, bestätigt zu werden. Der Fonds übertrug 100 Mill. fl Gold zum alten Preis von 1647 fl je Kilogramm an die „Nederlandsche Bank", die ihm den entsprechenden Betrag auf seinem Konto unter dem Posten „Guthaben Privater" gutschrieb. Dabei verminderte sie die Lombarde um 44,9 Mill. fl und erhöhte das Giroguthaben um 57,8 Mill. fl. Ende Dezember 1936 ist nochmals ein derartiger Vorgang feststellbar, als der Ausweis einen Zugang von 50 Mill. fl Gold bei der Notenbank verzeichnet. Die Uebertragungen konnten ohne nachteilige Folgen vorgenommen werden, da die Fondsleitung zur Ueberzeugung gekommen war, daß die Abwertung einen echten langfristigen Kapitalzufluß nach Holland geschaffen hatte. Ein Versuch zur Neutralisierung wurde nur anfänglich unternommen. Man überließ es der Notenbank, ihre Kreditpolitik trotz wachsenden Goldbestandes entsprechend einzurichten. Der Goldankauf der holländischen Zentralbank bedeutet eine Vermehrung des Notenbankgeldes. Durch die ständigen Goldübertragungen befindet sich Holland heute in derselben Lage wie Amerika, und es unternahm letztlich auch dieselben Schritte. Heute sterilisiert es neueingeführtes Gold.[66])

---

66) Betrand de Castéja: a. a. O.

2. Der kanadische „Exchange Fund".[67])

Kanada ahmte im Juli 1935 bei Eröffnung seiner Zentralnotenbank das amerikanische Beispiel nach. Es errichtet einen „Exchange Fund of the Dominion Government", für dessen Rechnung 63 Mill. kanadische Dollars bei der Bank von Kanada gutgeschrieben wurden. Ziel des Fonds war „to aid in the control and protection of the external value of the Canadian monetary unit". Eine Proklamation, die zum Tätigwerden des kanadischen Fund durch den Governor-General erforderlich gewesen wäre, ist nie erfolgt. Der Leiter der Zentralbank erklärte, daß Gewinne oder Verluste durch die Goldhaltung der Bank infolge der Schwankungen des Goldpreises bis zur neuen Bestimmung der Goldparität von dem Fund getragen würden. Im übrigen betrachtet man den Fund als ein Konto, auf welchem die Gewinne aus der Abwertung für die Regierung aufbewahrt werden.

3. Die Fonds Belgiens und der Schweiz.[68])

Belgien gründete am 3. April 1935 bei der Abwertung der Belga ebenfalls einen Währungsausgleichfonds. Aus den entstandenen Buchgewinnen der Banque Nationale wurden 1,125 Mill. belgische Francs für den Ausgleichfonds beiseite gestellt. Der Wert der Währung wurde jedoch in der üblichen Weise durch die „Banque National de Belgique" aufrecht erhalten, ohne daß der Fonds tätig zu werden brauchte. Am 1. April 1936 bewertete die belgische Regierung von neuem die Goldbestände. Gleichzeitig wurde der Währungsausgleichfonds abgewickelt und seine Aktiva auf den Staat übertragen.[69])

Die Schweiz hat für die Schaffung eines Ausgleichfonds eine von den Gepflogenheiten der übrigen Länder abweichende Form gewählt. Aus dem Abwertungsgewinn des Goldes der Schweizer Nationalbank wurde Ende September 1936 ein Währungsausgleichfonds errichtet, indem man den Betrag von 539 Mill. Schweizer Franken auf der Passivseite unter Giroverbindlichkeiten verbuchte. Bei dem Fonds handelt es sich um ein Goldverrechnungskonto, für dessen Rechnung die Nationalbank zum Ausgleich von Kursschwankungen Goldan- und -verkäufe vornehmen durfte. Die Leitung des Fonds liegt in den Händen der Nationalbank.[70])

[67]) Vgl. Midland Bank: April/Mai 1937 S. 7.
Bank für internationalen Zahlungsverkehr: 11. Mai 1936. S. 18.

[68]) Vgl. Bank für internationalen Zahlungsverkehr: a. a. O. S. 17 und National City Bank, New York, März 1937. S. 378.
Währung und Wirtschaft: a. a. O. S. 200.
Bulletin d'Information et de Documentation, Brüssel, 10. Mai 1936 S. 497.

[69]) Moniteur Belga, Brüssel, Nr. 922, 1. April 1936.

[70]) Härle, Oscar: Währungsausgleichfonds. In: Die Bank, Berlin, 12. Mai 1937.

4. Der französische „Fonds de stabilisation des changes".

Der einzige nach amerikanischem Muster gebildete und auch wirklich tätig gewordene Fonds ist der am 1. Oktober 1936 errichtete französische Währungsausgleichfonds. Ihm waren zur Erfüllung seiner Aufgabe 10 Mrd. Francs zugewiesen worden, die dem Abwertungsgewinn entstammten. Seine Aufgabe bestand darin, „das Verhältnis des Francs zu den ausländischen Währungen zu ordnen, indem er die Parität des Franc zu dem Gold in den angegebenen Grenzen aufrecht erhalten soll."[71])

Um nicht einseitig dotiert zu sein, übertrug der Fonds am 9. und 23. Oktober 1936 einmal für 5 und einmal für 2 Mrd. Gold an die Bank von Frankreich, die ihm dafür Francs-Guthaben überschrieb. Zunächst erschien der Goldbestand überreichlich, aber als im November 1936 eine neue Kapitalflucht einsetzte, war der Rest von drei Milliarden Gold aufgebraucht, während die 7 Mrd. Franken-Guthaben nicht verwendet waren. Als dazu die im Februar 1936 erhaltene Pfundanleihe fällig wurde, mußten die Francs wieder in Gold umgewandelt werden; zunächst wurden bis 4. Dezember 1936 4 Mrd. zur Transferierung des fälligen englischen Kredites[72]) und Anfang 1937 die restlichen 3 Mrd. eingetauscht, um die erschöpften Bestände aufzufüllen.[73]) Dieser geringe Betrag dürfte wohl kaum ausgereicht haben, die anhaltende Kapitalflucht zu neutralisieren, so daß der Fonds neue Mittel beschaffen mußte. Er borgte von neuem 40 Mill. Lst bei den englischen Banken, die unter dem Titel „Eisenbahnanleihe" nach Paris übertragen wurden. An sich hätte der französische Währungsausgleichfonds sein Gold nicht verlieren können. Die Goldausfuhr war seit der Abwertung verboten. Trotzdem behielt die französische Regierung die Goldausfuhr bei, um die illegale Goldausfuhr zu beschränken und die Verpflichtungen aus dem Dreierabkommen einzuhalten. Sollte nach Bereinigung der politischen Atmosphäre ein Kapitalrückstrom nach Frankreich eintreten, wird der französische Fonds wohl in der Lage sein, eine Neutralisierungspolitik zu betreiben. Er besitzt genug Francs, die er in den Zeiten der Kapitalflucht gegen Gold eintauschen mußte. Die Leitung des Fonds liegt in den Händen eines Komitees von 4 Sachverständigen, welche eingesetzt worden sind, um den Fonds zur Verteidigung der Währung zu verwalten, den Handel zu sichern und die Stabilität der Preise zu wahren, wie den Schatzwechselmarkt

---

71) zit. v. K. Lang: Die französische Abwertungsgesetzgebung. In: Bank-Archiv, Berlin, 1. Februar 1937 S. 212

72) Die ersten beiden Raten im Betrage von je 8 Mill. Lst waren am 20. und 27. November 1936 zurückgezahlt worden. Im Dezember waren 4 weitere wöchentliche Raten von je 6 Mill. Lst zu überweisen.

73) Vgl. die Ausweise der Bank von Frankreich vom 4. Dezember 1936 u. 4. Februar 1937.

zu überwachen.[74]) Nach den gesetzlichen Bestimmungen soll der Währungsausgleichfonds mit der Einführung einer festen Goldrelation aufgelöst werden. Seine Vermögensmasse wird zur Tilgung von Staatsschulden verwendet.[75])

5. Der tschechische, der uruguayische und der argentinische Fonds.

Hinweise in der internationalen Wirtschaftspresse ließen erkennen, daß in der Tschechoslowakei, in Uruguay und Argentinien weitere Währungsausgleichfonds bestehen müssen. Der tschechische Fonds wurde am 9. Oktober 1936 eingerichtet und mit 493 Mill. tschechischen Kronen dotiert. Ueber seine Tätigkeit ist nichts bekannt geworden. Auch Uruguay errichtete im Juni 1934 einen Währungsausgleichfonds, der mit 5 Mill. Pesos in Gold ausgestattet wurde. Diese Mittel sollten zur Intervention auf dem freien Devisenmarkt dienen.[76])

Der argentinische Devisenfonds besitzt in keiner Weise den Charakter eines Währungsausgleichfonds. Seine Aufgabe liegt in der planmäßigen Stützung der Landwirtschaft, wofür er sich aus der Differenz von Ankaufs- und Verkaufskursen von Devisen bei der Zentralbank Mittel beschafft. Unabhängig davon hat die argentinische Zentralbank in den letzten Jahren — ähnlich wie die Fonds — zuströmende Auslandsgelder sterilisiert.[77])

[74]) Westminster Bank Review, London, März 1937. S. 21.

[75]) Vgl. dazu: K. Lang: a. a. O. S. 212—215
Frédéric Jenny: La situation monetaire et le fonds de stabilisation. In: Le Temps. Paris. 8. Februar 1937.
Währung und Wirtschaft: a. a. O. S. 198/199.

[76]) Wirtschaftsdienst: Hamburg, 3. August 1934.

[77]) Veit, Otto: Sinn und Geheimnis der Währungsausgleichfonds. In: Die Wirtschaftskurve, Heft 2, Mai 1937, S. 97.

Schlußbetrachtung.

Eine abschließende Betrachtung der Währungsausgleichfonds ist von zwei Seiten möglich. Es soll versucht werden, den Wert der Fonds vom nationalen und internationalen Standpunkt aus gesehen zu messen.

1. Betrachtung vom nationalen Standpunkt.

Die Einrichtung der Währungsausgleichfonds hat sich als währungstechnisches und kreditpolitisches Mittel zweifellos bewährt. Erst die Fonds haben den Staaten die Möglichkeit gegeben, die unglückselige Verknüpfung von Goldbewegung und Kreditwirtschaft zu vermeiden. Gleichzeitig wurden die Fonds eine Stütze der kreditwirtschaftlichen Ausrichtung der Nationalwirtschaft und stellten sich damit als mächtiges Organ vorteilhaft in den Dienst der staatlichen Konjunkturpolitik. Besonders die zweiseitige Verwendbarkeit, nämlich, daß sie Auswirkungen ähnlich denen, wie sie sich unter der Goldwährung einstellten, hervorrufen können — aber nicht müssen — begründet zusammen mit ihrem geheimen Charakter eine innerwirtschaftliche Machtposition und eine weitgehende Verwendbarkeit im Rahmen der staatlichen Wirtschaftspolitik. Wir haben festgestellt, daß die Beeinflussung der inneren Kreditsituation weitgehend durch das Verhalten des kapitalanlegenden Ausländers erschwert wird. Hier muß eine genaue Kontrolle über die Verwendung der zugeflossenen Auslandsgelder durch den Staat einsetzen, welche ihm gleichzeitig die Analyse der Fristigkeit des zugewanderten Kapitals bietet. Es wird von entscheidender Bedeutung sein, ob die Fonds sich wirklich nur auf die Steuerung der kurzfristigen Kapitalbewegungen beschränken werden, oder ob die Grenzen ihrer Tätigkeit sich verwischen oder erweitern werden. Nach unseren Beobachtungen scheint die Tendenz in Richtung des letzten Falles zu gehen. Damit verhindert die Wäh-

rungssteuerung die Einstellung der Volkswirtschaft auf die Kaufkraftparitäten. Deren Folgen sind Ausfuhrstockungen wegen überparitätischer Valuta oder dauerndes Valutadumping mit dem Endergebnis ständiger Währungskämpfe.

2. Betrachtung vom internationalen Standpunkt.

Im zwischenstaatlichen Aufgabenkreis der Fonds liegt die Hauptbetätigung auf dem Gebiete der Währungsstabilisierung und dem zwischenstaatlichen Ausgleich, wie es in dem feierlich verkündeten Dreierabkommen vom 25. September 1936 zum Ausdruck kommt. Man mag freilich dazu neigen, dieses Abkommen als Wunsch der Diplomaten und Währungspolitiker zu bezeichnen. Die bisherige Praxis zeigte jedenfalls nicht die Erfüllung dieses internationalen Bestrebens. Das Handeln der Fonds ging nicht nach zwischenstaatlichem Ausgleich, sondern war nur auf den Schutz der heimischen Wirtschaft gegen Störungen von außen gerichtet. Einen Schutz allerdings, der den Nachbarn oft zum Nachteil gereichte. Obwohl beispielsweise die Vereinigten Staaten ständig gegen Autarkie in jedem Sinne Stellung nahmen, nationalisieren sie selbst Währung und Wirtschaft, als hätte es nie eine Weltwirtschaft und zwischenstaatliche Beziehungen gegeben. Sie sterilisieren Gold, entziehen es der Weltwirtschaft und treiben die betroffenen Länder geradezu zu einer Nationalisierung der Währung. So werden weltwirtschaftliche Gegensätze nicht nur verschärft, sondern verewigt. Ausgleichfonds sind international gesehen keine Ausgleichinstrumente, sondern wirtschaftliche und politische Kampfinstrumente, deren eigentlicher Sinn darin liegt, schon vorhandene Machtpositionen zu schützen, aufzubauen und zu erweitern. Frankreich kann als Beweis dienen. Trotz Abwertung ließ die Kapitalflucht nicht nach. Daher war es zur Kursstützung des Franken gezwungen, Gold abzugeben, das größtenteils nach Amerika und England floß. Dort wurde es sterilisiert. Nachdem der Goldautomatismus aufgegeben wurde, wirkte das Gold in England und Amerika nicht preissteigernd und für Frankreich ausfuhrfördernd. Eine Ausgleichung kam also nicht zustande, sondern das Zwischenschalten des Fonds wirkte geradezu ausgleichverhindernd. Stabilisierungsfonds sind Ausdruck höchsten währungspolitischen Nationalismus. Das freie Auswiegen der nationalen Kräfte untereinander ist nun vollends gestört. Der menschliche Wille hat sich eingeschaltet, um von sich aus die Grundlagen der internationalen Wirtschaft und die Währung nach seinen Zielen zu beeinflussen, die, da sie national gebunden sind, zwangsläufig verschieden ausfallen müssen. Man hat jedoch noch nicht den Mut gefunden, sich zu den Zwecken, die man offen verfolgt, zu

bekennen. Jeder schiebt die Schuld an dem internationalen Wirrwarr auf den anderen, was ihn jedoch nicht hindert, sich in seinem Handeln für eine Fortdauer dieses Währungschaos einzusetzen. Darum wird wohl alles bleiben, wie es bisher war, und die Handelspolitik wird sich damit abfinden müssen, daß Währungskrisen selbst in den Zentren der Goldanhäufung jederzeit unvermutet ausbrechen können. Gewiß ist das eine traurige Bilanz.

Die internationale Stabilität der Währungen enttäuschte ebenfalls. Seit Ende 1935 hatte sich die Finanzwelt zwar daran gewöhnt, an ziemlich feste Paritäten zu glauben, und auf eine baldige gesetzliche Stabilisierung gehofft, weil die Kurse einiger Hauptdevisen nur um wenige Prozent schwankten. Dieser Optimismus hat nun Anfang April 1937 einen empfindlichen Rückschlag erlitten. Frankreich und Amerika haben ihre lange verteidigten Kursrelationen vorübergehend aufgegeben. Das brauchte nicht viel zu bedeuten, denn es kamen ständig kleinere Abweichungen von den vereinbarten Kursruhepunkten vor, die von den beteiligten Regierungen als durchaus normal empfunden wurden. Diese Ereignisse boten Anlaß für viele Gerüchte, und der Londoner Goldpreis fiel unter den Dollarbetrag, den die Vereinigten Staaten für Gold zahlten, und der dem London — New Yorker Wechselkurs entsprach. So müssen wir heute die bedauerliche Tatsache feststellen, daß die Wechselkurse wieder erheblich schwanken. Die von den Währungsausgleichfonds ausgeübte Aufsicht ist gewiß eine große Leistung. Sie genügt aber nicht! Die Spekulation treibt weiter ihr Spiel. Zwar werden die Wechselkurse „gesteuert"; aber es fehlt der verläßliche international ausgerichtete Kompaß zur Steuerung.

Auch die zukünftige Entwicklung läßt vorläufig keine wesentlichen Aenderungen erhoffen. Die Währungsausgleichfonds sind vom Experiment zum System geworden.[78]) Zwar kann das System aufgehoben werden, wenn das ersehnte innere und äußere Gleichgewicht zustandegekommen ist. Da jedoch die Entwicklungstendenz in entgegengesetzter Richtung geht, werden Währungsausgleichfonds auch in naher Zukunft bestehen bleiben und die internationalen Märkte beeinflussen. Der Grundgedanke, die Währungspolitik mehr und mehr vom politischen und allgemein wirtschaftlichen, statt vom markttechnischen kursmäßigen Gesichtspunkt aus leiten zu lassen, scheint die Aufrechterhaltung der Fonds geradezu zu fordern.

---

78) Norman Crump (a. a. O.) sieht in den Funds „a delicate and complicated piece of financial machinery which may become a permanent part of mechanism of our own (England!) and other countries."

Auch N. F. Hall ist in den „Financial News" vom 13. Mai 1935, in seinem Artikel „Exchange Equalisation Accounts; Their possibilities and their future", der Ansicht, daß „it will probably be found to be impossible to dispense with them entirely in the fairly near future."

Literaturverzeichnis.

Anderson, Benjamin M. jr.: Gold, Stabilization Funds, Business and Prices. In: Bericht Nr. I/1937 der „Chase National Bank", New York.

Benham, Fredric: Das englische Währungsexperiment. Berlin 1933.

Bargen, Franz: Fluchtkapital und Kapitalflucht. In: Wirtschaftsdienst 1937 S. 153.

BIZ (Bank für internationalen Zahlungsausgleich) Basel. Nr. 6 1935/36.

Burgess, W. Randolph: The Reserve Banks and the Money Market. New York-London 1927.

Cassel, Gustav: Währungsstabilisierung als Weltproblem. Berlin 1928.

Castéja, Bertrand de: La Hollande et sa Monnaie. In: Journal des Economistes, Paris. Januar/Februar 1937.

Comstock, Alzada: The British Exchange Equalisation Account. In: The American Economic Review. Vol. XXIII, New York, Dezember 1933.

Crump, Normann: The Development of Exchange Funds. In: Lloyds Bank Limited Monthley Review. Januar 1937.

Dzelepy, E. N.: La Guerre du Dollar, Paris 1932.

Die Bank: Der Frank und die Ausgleichfonds. 7. Juli 1937.

Economisch-Statistische-Berichten: De monetaire gebeurtnissen in Nederland. Valuta-egalisatiefondsen. 1937, Nr. 1102.

Einzig, Paul: The Comedy of the Pound. London 1933.

— Exchange Control. London 1934.

— The Exchange Equalisation Account. In: The Banker, London, März 1933.

— Exchange Clearing in Great Britain. In: The Banker, London, Februar 1936.
— Exchange Equalisation Account and Forrard Dollars. In: The Banker. London, April 1937.
— The Theory of Forward Exchange, London, April 1937.

Ebersole, Franklin: The money managment powers of the Treasury and Federal Reserve Banks. In: Havard Business Review, Oktober 1936.

Egener, Erich: Versuch einer autonomen Lehre der Währungspolitik. Leipzig 1928.

Estanig, Ed.: La Devaluation du franc. In: Revue de Paris, Oktober 1936.

Fossati, Eraldo: Der Automatismus der Goldwährung. In: Weltwirtschaftliches Archiv, Kiel, 1934 I.

Galen, J. van: Gouden Standaard of conventioneele Standaard? In: Economisch - Statistische Berichten, Rotterdam, 1936, Nr. 1087.
— Egalisatiefonds en Geldmarkt. In: Economisch-Statistische Berichten, 1936, Nr. 1086.

Gibson, A. H.: The international currency game. In: Bankers Magazine, November 1936.

Graham, F. D.: Fluctuation Exchange Rates, Foreign Trade and Price Level. In: American Economic Review, September 1934.

Gregory, T. E.: Twelve Month of American Dollar Policy. In: Economica, London, 1934, Mai.

Grotkopp, Wilhelm: Die Unterbewertung des englischen Pfundes. In: Der Deutsche Oekonomist, 22. Juni 1934.

Habeler: Der internationale Handel. Berlin 1933.

Hahn, Albert: The Gold Exchange Paradox. In: Index, Stockholm, September 1936. Nr. 129.

Hall, N. F.: The Exchange Equalisation Account. London 1935.
— The Exchange Equalisation Account. In: Financial News, London, 13. Mai 1935.
— The British Exchange Equalisation Account. In: The Economist, London, 5. Mai 1934.
— Problems of Stabilisation. In: Lloyds Bank Limited Monthley Review. London, Juni 1934.

Harris, S. E.: British and American Exchange Policies. In: Quaterley Journal of Economies. Heft 3, 1934.
— Exchange Depreciation and its history, 1931—35. with some consideration of related domestic policies. Harvard 1936.
— Exchange Depreciation. Oxford 1937.

Härle, Oskar: Währungsausgleichfonds. In: Die Bank, Berlin, 12. Mai 1937.

Hohlfeld, H. H.: Der englische Währungsausgleichfonds. In: Bank-Archiv, Berlin, 1. und 15. Oktober 1936.
— Die englisch-amerikanischen Geldmarktbeziehungen unter dem Goldstandard. Stuttgart 1936.

Huizinga, J. H.: Het wisselkoers-egalisatiefonds. In: Economisch-Statistische Berichten, Rotterdam, 29. 1. 1936.

Jenny, Frédéric: La situation monetaire et la fonds de stabilisation . In: Le Temps, Paris, 8. Februar 1937.

Keynes, J. M.: Vom Gelde. München/Leipzig 1932.
— The Future of Foreign Exchanges. In: Lloyds Bank Limited, Monthley Review, Oktober 1935.

Knapp, G. F.: Die staatliche Theorie des Geldes. 4. Auflage München/Leipzig 1923.

Koch, Heinrich: Währungsausgleichfonds. Bleicherode 1936.

Kuffler, Erwin: Die Aufgaben der Währungsausgleichfonds. In: Oesterreichische Zeitschrift für Bankwesen. Wien, 1936. Nr. 7/8.

Klaase, C. A.: De Werking der Egalisatiefondsen. In: Economisch-Statistische Berichten, Rotterdam 1936. Nr. 1095.
— Het monetaire driehoeksaccord. In: Economisch-Statistische Berichten, Rotterdam 1936. Nr. 1086.

Knoblich, Arnold: Die Währungspolitik des New Deal 1933—34. In: Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers, Wien, Juli 1935.

Lufft, Hermann: Das System der Währungsausgleichfonds. In: Deutsche Wirtschaftszeitung, 30. Jahrgang 1934.

Lutz, Friedrich: Goldwährung und Wirtschaftsordnung. In: Weltwirtschaftliches Archiv, 41. Bd. Kiel 1935 I.

Lippens, Walter: Das Problem der Währungsstabilisierung. Rostock 1935.

Lang, K.: Die französische Abwertungsgesetzgebung. In: Bank-Archiv, Berlin, 1. Februar 1937.

L'Echo de la Bourse: L'idée fondamentale des fonds d'égalisation. Paris, 16. Februar 1937.

L'Economiste: Les opérations du fonds d'égalisation et leur influenze sur le marché. Dezember 1936.

McKenna: Post War Banking Policy. London 1928.

Midland Bank Monthley Review: Changes in the United Staates Monetary System. London März/April 1933.

— Exchange Stabilisation Funds. Februar/März 1937.
— The ebb and flow of international short-term funds. Mai/Juni 1935.
National City Bank: The new monetary Act. New York. Februar 1934.
National Industrial Conferenz Board: The new monetary system of the United Staates, New York, 1934.
Micwitz E. v.: Die Grundlagen der englischen Währungssteuerung. In: Wirtschaftsdienst, Hamburg, 21. Februar 1936.
Paish, F. W.: The British Exchange Equalisation Fund. In: Economica, London, Februar 1935. Nr. 5.
— The British Exchange Equalisation Account in 1935. In: Economica, London, Februar 1936, Nr. 9.
Pritzkoleit, K.: Währungsausgleichfonds. In: Wirtschaftsdienst, Hamburg, 1936, Heft 48.
Rosenstil, Fritz: Devisenausgleichfonds, ein neues Mittel der Währungs- und Kreditpolitik. In: Die Wirtschaftskurve, Frankfurt, November 1935.
Richter-Altschäffer: Der Währungsausgleichfonds. In: Währung und Wirtschaft. Februar 1934.
Ricardo, D.: Principles of Political Economy and Taxation. London 1817.
Roosevelt: Unser Weg. Berlin 1934.
Richter, Bruno: Das Wesen des Wechselkurses. München/Leipzig 1934.
Siebert, Bruno: Drei Jahre Goldsuspension in England. Berlin 1935.
Schmölders, Günther: Frankreichs Aufstieg zur Weltkapitalmacht, Diplomatie und Strategie des französischen Geldes seit 1926. Berlin 1933.
— Die Konjunkturpolitik der Vereinigten Staaten. Leipzig 1934.
Schönthür, Rudolf: Die Währungsausgleichfonds in England und USA. In: Die Staatsbank, I. Jahrg. Nr. 19.
Smets, Francois: Le Fonds britanique d'égalisation des changes. In: Revue Economique internationale. 26. Jahrg. Bd. II, Nr. 3.
Stuart, G. M. V.: Währungsausgleichfonds. In: Amsterdamsche Bank. N. V. Nr. 50, Januar 1937.
Steiner, Friedrich: Das goldgelöste Pfund und der goldgelöste Dollar. In: Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers. Wien, Februar 1934.
The Economist: The Exchange Equalisation Account. London 1934, S. 461.

— The Exchange Funds. 1932. S. 902.
— The Mechanism of Exchange Funds. 1936. S. 68.
— Britains Gold Reserve. 1936. S. 123.
— The Exchange Account and Gold. 15. Mai 1937.
— British Monetary Policy. 1936. S. 555.
— Internal Credit and Exchange Fund. 1935. S. 7.
— Problems of Gold Revaluation. 17. Oktober 1936.
— The End of an Epoch. 1934. S. 547.
— The Exchange Equalisation Account. 3. Juli 1937.

The Statist: Exchange Fund Position. London, 19. Dez. 1936.

Vadja, M.: Lettre de Hollande; Les opérations du Fonds d'égalisation et leur influence sur le marché. In: L'Economiste Francais. Dezember 1936.

Veit, Otto: Sinn und Geheimnis der Währungsausgleichfonds. In: Die Wirtschaftskurve, Frankfurt. Mai 1937.

Vigreux, P. B.: Le Fonds britanique d'égalisation des changes. In: Revue d'Economie Politique. 49. Jahrg. Nr. 2, Paris März 1935.

— La thesauration de l'or. In: Journal des Economistes, Paris, November/Dezember 1935.

Walb: Kaufmännische Betriebswirtschaftslehre. In: Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute. Leipzig 1932.

Währung und Wirtschaft: Die letzten Devalvationen im Spiegel der Notenbankausweise. Berlin, Dezember 1936.

Zeilmaker, Walter: Die währungspolitischen Probleme der Niederlande seit 1931 (unveröffentlicht).

Amtliche Berichte.

House of Representatives: Report Nr. 12/1937. Washington, 18. Januar 1937.

Senate: Report Nr. 3/1937. Washington 16. Januar 1937. USA.

Treasury Department: Statement to the Press by Secretary Morgenthau. Washington 11. Februar 1935. USA.

Parliamentary Debates, Commons, Bd. 264, 266. London.

Veröffentlichungen des Völkerbundes. Nr. C 378 M 249, 1936, II B. Genf.

MacMillam Report, London 1931.

Zeitschriften.

Währung und Wirtschaft. Berlin.
Wirtschaftsdienst. Hamburg.
Weltwirtschaftliches Archiv. Kiel.
Bank-Archiv. Berlin.
Der deutsche Volkswirt. Berlin.
The Economist. London.
The Banker. London.
The Statist. London.
Financial News. London.
Economica. London.
Economisch-Statistische Berichten, Rotterdam.
The American Economic Review, Cambridge, USA.
The Quaterly Journal of Economies, Cambridge, USA.
Harvard Business Review. USA.
The Review of Economic Studies.
The Economic Journal. London.
L'Economiste Francais. Paris.
Journal des Economistes. Paris.
L'Economiste Européen. Paris.
Die Bank. Berlin.
Mitteilungen des Verbandes österreichischer Banken und Bankiers. Wien.
Die Wirtschaftskurve, Frankfurt/M.

Bankberichte.

Lloyds Bank Limited Monthley Review. London.
Midland Bank, Monthley Review. London.
Westminster Bank Review. London.
National City Bank, Monthley Review. New York.
Federal Reserve Bulletin. New York.
Amsterdamsche Bank N. V. Amsterdam.
Chase National Bank. New York.
Berichte des Schweizer Bankvereins. Genf.
Bank für internationalen Zahlungsausgleich. Basel.
Index, Svenska Handelsbanken. Stockholm.

Zeitungen.

Kölnische Zeitung: 19. 11. 1934, 21. 11. 1934, 13. 12. 1936, 26. 1. 1937, 14. 2. 1937, 12. 5. 1937.
Deutsche Bergwerkszeitung: 19. 5. 1934, 17. 6. 1934, 21. 6. 1934, 9. 7. 1935.

Frankfurter Zeitung: 7. 9. 1934, 20. 11. 1935, 18. 12. 1936, 30. 1. 1937, 2. 2. 1937, 14. 3. 1937, 30. 4. 1937, 28. 5. 1937.
Berliner Börsenzeitung: 5. 6. 1934, 16. 9. 1934, 6. 4. 1935, 26. 1. 1937.
Deutsche Allgemeine Zeitung: 12. Februar 1935.
Schlesische Zeitung: 3. Februar 1937.
Les Temps, Paris: 8. Februar 1937.
L'Echo de la Bourse, Paris: 16. Februar 1937.
L'Information, Paris: 29. September 1936.
Times, London: 9. 3. 1932, 19. 3. 1937.
Wall Street Journal, New York: 14. 2. 1935, Dezember 1936.
New York Times, New York: 7. März 1932.
Moniteur Belga, Brüssel: 1. April 1936.

Lebenslauf.

Ich, Fritz Nohr, wurde am 10. Oktober 1913 als Sohn des Zeitungsverlegers Fritz Nohr in Bedburg-Hau (Kreis Kleve, Ndrh.) geboren. Meine erste Schulbildung erhielt ich auf der Vorschule in Oberlahnstein. Daselbst besuchte ich bis zur Ausweisung meiner Eltern durch die Franzosen das Realprogymnasium. Bis zur Aufhebung des Ausweisungsbeschlusses blieb ich auf dem Gymnasium in Hadamar, um dann in Oberlahnstein abschließend die Einjährigen-Prüfung abzulegen. Nach dreijährigem Besuch der Oberrealschule in Bad Ems verließ ich dieselbe 1932 mit der Reifeprüfung. Ich studierte an den Universitäten Freiburg, Innsbruck, Köln, Rostock und Berlin. In Rostock bestand ich Anfang Mai 1936 die Diplomprüfung für Volkswirte. Neben meiner wissenschaftlichen Ausbildung habe ich als Volontär das gesamte Druck- und Verlagswesen kennengelernt und bin häufig als stellvertretender Hauptschriftleiter und Verleger tätig gewesen.